中国金融论坛 China Financial Forum,CFF · 书系

改革的改革

徐　忠◎著

系统总结改革开放40年来的经验和教训
翔实解读新时代全面深化改革的方向、原则、思维方法、政策措施

改革之**势** + 改革之**道** + 改革之**法** + 改革之**策**

谢平　张涛　黄海洲　黄益平　胡舒立　联袂推荐

中信出版集团

版权信息

书名:改革的改革

作者:徐忠

ISBN:9787508689616

中信出版集团制作发行

导言

党的十九大做出了坚持全面深化改革的明确宣示，这是以习近平同志为核心的党中央在综合分析世界经济长周期和我国发展阶段性特征及其相互作用的基础上选择的治理药方，是大势所趋、形势使然。随着我国经济发展进入新常态，如何贯彻新发展理念，坚持质量第一、效益优先，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，建设现代化经济体系，如何聚转型之势、谋突破之道，是新时代、新征程向我们提出的新挑战。昔日韩非子强调“法、术、势”三位一体，借用到政策研究上，笔者认为可进一步细化为四个方面，即“势、道、法、策”。当前，多数争论是在“术”或是“策”的层面展开，更有甚者或大势不明，或逆势而动，或不依正道，或诉于旁门左道。然而，“守正”才能“出奇”，做好政策研究既要遵循经典的研究方法与叙事方式，更要立足国情和植根现实，明大势、循正道、求善法、施良策，求索中国改革再出发之路。近年来，围绕全面深化改革这一大方向、大命题，笔者从不同角度进行了一系列研究，既涉及全面深化改革的背景以及新时代改革的定位（改革之势），又触及改革的方向以及原则（改革之道），结合党的十九大提出的五大思维方法（改革之法），对改革中事关全局和成败的顶层设计、政策措施等核心问题（改革之策）进行深入思考。回首观之，积少成多、集腋成裘，隐约已有体系，现结集成书，算是对笔者近年来不断思索成果的初步总结。

值得一提的是，早在2004年，时任中国人民银行行长的周小川就提出“研究立行”的理念。现任行长易纲一直强调要提高央行的自主研究能力，倡导树立朴实、踏实、扎实的研究风气。近15年来，这些理念已经在央行内部潜移默化地成为基本共识，不但深深地扎根在每

一位央行人的心中，而且逐渐内化为央行人的思维方式和行动指南。作为一名央行人，同时作为一名长期在金融宏观调控第一线从事具体调控工作的管理和研究人员，笔者的研究在很多方面是有别于学界和业界的：既注重理论，又注重实践；既坚持原则导向，又坚持问题导向。作为开篇，开宗明义，有必要将笔者一以贯之的市场化立场、自上而下与自下而上相结合的研究视角、坚持激励相容体制机制创新的政策取向，向读者介绍一下，而这些立场、视角和政策取向，都贯穿于全书收录的每一篇文章中。

一、改革之势

（一）背景：全面深化改革势在必行

2013年11月，党的十八届三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称《决定》），提出了全面深化改革的指导思想、目标任务、重大原则，描绘了全面深化改革的新蓝图、新愿景、新目标，合理布局了深化改革的战略重点、优先顺序、主攻方向、工作机制、推进方式和时间表、路线图，汇集了全面深化改革的新思想、新论断、新举措，这是我们党全面深化改革的科学指南和行动纲领。2017年10月，习近平总书记在党的十九大报告中再次强调坚持全面深化改革，同时要求必须坚持和完善中国特色社会主义制度，不断推进国家治理体系和治理能力的现代化。以问题为导向：为什么要全面深化改革？

从经济发展阶段看，21世纪初我国加入世贸组织（WTO），之后对外开放水平大幅提高。一方面，出口导向型经济的发展促使中国企业在全球范围内参与竞争，全要素生产率大幅提升，改革开放的“制度红利”得到有效释放；另一方面，从20世纪90年代中期开始，劳动年龄人口开始超过非劳动年龄人口，农村富余劳动力向城市和工业部门转移，“人口红利”也得到充分释放，在综合因素的作用下，我国经济在21世纪前10年保持了10%以上的高速增长。但在本轮国际金融危机之后，我国经济发展阶段恰好处于刘易斯拐点、老龄化拐点和城镇化

拐点三者叠加的关键时期，面临着从生产主导型经济向消费主导型经济的重大转型，也面临着成功跨越“中等收入陷阱”的历史考验。这些矛盾主要不是周期性的，而是结构性的，这些问题在供需两侧都有，但矛盾的主要方面还在供给侧。因此，在结构性问题成为当前主要矛盾、总需求刺激政策的效果边际递减的情况下，不能重回总量宽松、粗放刺激的老路，必须从供给侧结构性改革上想办法，必须在结构调整、经济转型和改革上取得突破，努力实现供求关系新的动态均衡。

从国际上看，当前世界经济结构正在进行深刻调整。国际金融危机打破了欧美发达经济体借贷消费的经济模式，东亚地区提供高储蓄、廉价劳动力和产品，俄罗斯、中东、拉美等国家和地区提供能源资源的全球经济大循环，国际市场的有效需求急剧萎缩，经济增长远低于潜在产出水平。从全球来看，劳动生产率仍未恢复到国际金融危机前的水平，新一轮全球经济增长的动力尚未形成。然而，这些调整和影响都将给新一轮全球竞争带来新的变化和挑战。未来全球范围内的竞争，必然是人才的竞争、资本的竞争和营商环境的竞争，必须通过体制机制创新，优化营商环境，促使人才、资本向本国流动。在这个大背景下，传统的需求管理政策收效甚微，需要我们从供给侧发力，找准我国在世界市场上的定位，更有效地释放体制机制的“改革红利”。对此，2015年，中央财经领导小组第十一次会议首先提出要推进“供给侧结构性改革”；2015年12月召开的中央经济工作会议，对供给侧结构性改革从理论思考到具体实践，都做了全面阐述和全面部署。

因此，认识全面深化改革，就是要看到在当前全球经济和国内经济形势下，“过度刺激维持高增长有百害而无一利”（详见《过度刺激维持高增长的弊端》一文），从而将解决问题的根本之道转移到供给侧，更加强调结构性改革，通过转变经济发展方式实现持续发展、更高水平发展。

（二）定位新时代的改革：改革的改革

党的十九大宣告中国特色社会主义进入了新时代，我国改革发展同样进入了新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。历经40年的改革发展，我国改革不再是“零基础”，而是已经积累了一定的经验和教训。面对新时代的改革，如何看待改革经验，如何汲取历史教训，如何面对未来挑战，这些都是摆在我们面前亟待解决的问题。

从经验来看，改革开放固然是40年来改革发展的主线，但另外两个因素同样值得关注。一方面，充分发挥地方的积极性。改革开放以来，中国从原来的计划经济走向市场经济，取得了举世瞩目的伟大成就。其基础在于，中国是一个大国，地区间的发展差距较大，可以通过分权调动地方政府的积极性和创造力，发挥地方政府间竞争的积极作用。比如，最早的家庭联产承包责任制改革，就是地方探索创新在先，然后自上而下推广的结果。在中国特色社会主义新时代，解决人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，也需要地方发挥首创试点探索作用，探索出一套好的经验，然后在全国推广。然而，充分发挥地方积极性不等于鼓励盲目地进行地方经济锦标赛。过去以GDP（国内生产总值）增长为目标的地方竞争机制，只能激励地方政府在容易看得见的GDP指标方面展开竞争，没有办法激励各级地方政府去做GDP之外的事情。政府的职能不能只限于发展经济，在人均GDP接近1万美元的新的发展阶段，人民群众的利益诉求呈现多元化特征，政策目标多元化的特征也会日益突出。已有的激励机制不适应新时代发展要求的问题越来越严重，造成严重的政治、经济和社会扭曲，这一问题必须予以正视，并坚决加以扭转。另一方面，建立统一的大市场。在中国经济从高速增长转向高质量发展的过程中，以开放促改革的红利已逐渐消失，但新的经济增长动力已经开始显现。比如，经过40年的发展，中国已经成为经济大国。随着人均GDP的增长与人民消费能力的增强，在大市场和大消费的拉动下，大国经济效应正在显现。高铁、支付宝、共享单车和网购等“新四大发明”在中国的

兴起不是偶然的，在经济学意义上，这些都是以“规模经济”为发展条件，是一般小规模经济体做不了的。从国际上来看，无论是欧盟试图统一财政政策的努力，还是印度的增值税改革，目的都是要消除成员国（各地方邦）之间的市场分割，促进统一市场的形成，获取大国经济效应带来的增长红利。我国早在2000多年前就完成了“书同文、车同轨”，在历史传统上比国外有更为优越的基础条件去应对国内市场分割的问题。在中国特色社会主义新时代，我们要通过完善社会主义市场经济体制，发挥好大国效应，更好地推动下一步发展。（详见《新时代发展目标》一文。）

从过去的教训来看，我们应该明确加强具有长效、法治、公允特点的体制机制建设，避免过度依赖短期行政手段。过去的一些改革存在思想上回避问题、态度上缺乏决断、认识上把握不准主要矛盾、系统性改革工程缺乏顶层设计、过度依赖短期行政手段、不允许改革“试错”等问题。尤其是近年来，我国的一些改革主要通过行政手段来推进，运动式色彩较浓，而具有长效、法治、公允特点的体制机制建设不足。这种运动式工作方式固然有力度强、传导快、见效快的优点，但其缺陷也十分明显。一是缺乏长效机制建设，无法从根本上解决问题，短期改革的成果难以有效巩固，一段时间后又会出现反弹，甚至可能“按下葫芦浮起瓢”。二是短期政策容易用力过猛、过犹不及。三是一些周期性、阶段性政策对长期经济改革及相关法治建设成果的冲击，可能因一次调控就改变多年积累起来的市场经济重要的基本原则。（详见《改革的几大“硬骨头”》一文。）

从我们面临的挑战来看，改革再出发需要啃四块“硬骨头”。经过近40年的改革发展，易于推行、具有帕累托优化属性的改革目前大多已经完成，改革的顶层设计、“四梁八柱”的基本框架也已确立，下一步改革面临的基本都是涉及改变现有体制运行、触动既存利益格局的体制机制难题，比如，国有企业改革、财税体制改革、扩大双向开放等。因此，新时代的改革绝不是水到渠成的自然过程，必须主动突破“心理舒适区”，要对困难和挑战甚至重大风险有充分的认识和

准备。笔者在《改革的几大"硬骨头"》一文中旗帜鲜明地指出，新时代的改革不能"新瓶装旧酒"、"穿新鞋、走老路"，要敢于啃国有企业改革、中央和地方的财政关系调整、房地产市场健康发展长效机制建设、处置"僵尸企业"和风险点的市场出清问题这四块"硬骨头"，要充分吸取过去的经验教训，应当沿着已经明确的改革方向一以贯之。

二、改革之道

（一）明确问题导向——推进新时代的改革

推动高质量发展是推进新时代的改革的方向，也是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求。习近平总书记在十九大报告中指出，"经过长期努力，中国特色社会主义进入了新时代。我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标"。在推动高质量发展的过程中，我们需要充分借鉴历史经验与教训，面对新时代新征程的新挑战，勇于决断、勇于推进、勇于创新，不断增强我国经济的创新力和竞争力。

一是坚持党的领导，发挥社会主义基本制度和市场经济相结合的优势，不断深化经济体制改革，使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。在党的领导和社会主义制度的大前提下发展市场经济，是我们党的一个伟大创举。我国经济发展获得巨大成功的一个关键因素就是，既发挥了市场经济的长处，又发挥了社会主义制度的优越性。因此，在处理市场机制和宏观调控、当前发展和长远发展、效率和公平等关系方面，我们应该有信心更有能力比西方国家做得更好和更有成效。相较于西方国家的民粹主义倾向和制定政策时更看重短期影响，中国模式的优势在于更注重中长期政策规划和实施效果，坚持以人民为中心的发展思想，永远把人民对美好生活的向往作为奋斗目标。在未来一段时间内，养老、医疗、教育将成为解决人民日益

增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间矛盾的重要着力点。党的十八届三中全会提出，经济体制改革是全面深化改革的重点，核心问题是处理好政府和市场的关系，使市场在资源配置中起决定性作用和更好地发挥政府作用。在处理市场作用和政府作用的问题上，要坚持辩证法、两点论，既要“有效的市场”，又要“有为的政府”；既要用好“看不见的手”，又要用好“看得见的手”。努力形成市场作用和政府作用有机统一、相互补充、相互协调、相互促进的格局，推动经济社会持续健康发展。

二是以新发展理念推动高质量发展。党的十九大报告将“贯彻新发展理念，建设现代化经济体系”作为经济建设部分的主标题，并强调“坚持新发展理念。发展是解决我国一切问题的基础和关键，发展必须是科学发展，必须坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念”。笔者在《落实新发展理念》一文中指出，贯彻落实新发展理念，推动高质量发展，需要树立正确的政绩观和发展观；推动高质量发展，需要做到市场出清；政府部门要成为市场规则的制定者和维护者；以稳中求进的方式加大重要领域和关键环节的改革力度；加快形成全面开放的新格局；继续实施稳健中性的货币政策。

三是淡化GDP目标，以“提高全要素生产率”为目标。针对十九大报告提出的“提高全要素生产率”这一重要概念，笔者在《四大“道德风险”》一文中指出，“全要素生产率”就是衡量高质量发展的重要标尺，而实现高质量发展的核心内容就是要“提高全要素生产率”。影响全要素生产率有效提升的因素很多，主要表现在经济主体的“道德风险”问题上。在当前形势下，提高全要素生产率的工作重点，是要着力化解中央和地方财政关系、国有企业、金融机构以及监管体制中四个方面的“道德风险”问题，坚决扫除经济发展的体制机制障碍，推动我国经济在实现高质量发展上不断取得新进展。

四是促进国家治理体系和治理能力现代化，形成制度层面的约束。党的十九大报告强调要坚持制度自信，并明确全面深化改革的总

目标是完善和发展中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化。笔者在《高质量增长的关键》一文中点明，应汲取过去改革中依赖短期行政手段的教训，大到中央财政与地方财政关系调整、监管体制改革，小到金融机构的公司治理等制度层面的改革，都应当纳入国家治理体系和治理能力现代化框架中，探索构建具有长效、法治、公允特点的体制机制，形成有效的制度约束。

五是不能丢掉过去改革的成功经验，充分发挥“两个抓手”的作用。在目前推动高质量发展的阶段，建立统一的市场和发挥地方积极性是两个重要抓手。比如，财税制度改革也必须建立一种制度，这种制度既要调动地方积极性，又要以统一的大市场为背景。一方面，要发挥统一的大市场优势，坚持发挥市场的力量，着力解决党的十九大报告指出的不平衡不充分的发展问题。中国作为一个大国，具有地区发展不平衡的特点。东南沿海地区有产能过剩和环保压力过大的问题，中西部地区则是发展不充分的问题比较突出。比如，通过建设和维护全国统一的土地市场、碳排放市场，既能满足发达地区的资源环境约束，又能给西部地区带来资金，起到均衡地区发展的作用，让各地区共享改革发展的成果，削弱地方保护的倾向。另一方面，应充分发挥各个地方的积极性，在统一市场的基础上充分发挥比较优势。在中国特色社会主义新时代，维护现代市场秩序和地区良性竞争，发挥大国经济的效应，既需要用制度建设来规范原来地方竞争的成功经验，又需要在经济金融领域继续进行制度探索和创新，完善社会主义市场经济体制，有效化解地方竞争的弊端。第一，要调整央地财政关系，防止地方政府不作为和乱作为；第二，要增强规则约束，促进地方政府良性竞争；第三，要激励地方政府自觉维护统一市场。（详见《新时代发展目标》一文。）

六是在坚持渐进式改革的同时，应该警惕征途中的陷阱，不断积累经验并加快推进体制机制改革。中国40年改革的一个特点是采用渐进式改革，而非类似苏联和一些东欧国家实施的休克疗法。事实证明，事物的发展要经过一定的过程和阶段，正确认识事物的发展也需

要一个认识和适应的过程。在这一点上，渐进式改革的优越性已经过历史检验，同样也在金融领域的改革中得以体现。比如，20世纪80年代中期，在打破计划经济时期形成的价格管制局面时，考虑到整体推进价格改革的复杂性和中国经济的承受能力，我国采取了“价格双轨制”的改革方式。而“价格双轨制”在商品市场价格改革中取得的成功经验，为金融市场化改革提供了一条可行的道路，以利率市场化为目标的“利率双轨制”成为金融改革的重要内容。利率市场化改革不仅是破除管制利率的过程，更是建立市场利率形成机制的过程。《金融业发展和改革“十二五”规划》特别强调，要确保利率市场化改革按照“放得开、形得成、调得了”的原则稳步推进。此外，培育过去的计划经济体制下所没有的、为市场经济服务的机构，需要较长的时间和培育过程。比如，机构投资者的成长，是促进资本市场发展和金融产品发展的必要一环。在机构投资者成长起来前，个人投资者分析能力不强，在会计准则、证券产品、信息披露都相当差的时候，投资往往依赖政府，投资失败后会找政府接盘，这不但加大了政府压力，而且严重拖延了市场的发展进程。与此同时，我们也需要认识到渐进式改革存在的成本和缺点，即在改革的征途中可能会有一个或数个陷阱。比如，如果“双轨制”实施时间过长，就容易产生扭曲，出现一些套利或寻租行为，从而导致资源配置效率低下。因此，不宜事事满足于渐进式改革，面对新时代新挑战，应当有“改革的改革”的魄力和决心。正如笔者在《改革的几大“硬骨头”》一文中提到的，“改革必须勇于决断。改革一定会有阻力和风险，不能盲动，更不能求稳求全，尤其不能夸大风险、过度维稳、不敢触动既有利益格局、不敢改变现有体制机制。要有序推进改革，保持战略定力。推进改革时主要应该防范系统性风险，如果过度追求稳定，必然会使改革裹足不前，也会因延误改革最终酿成大危机”。

（二）选择改革路径——顶层设计与基层试点相结合

从路径看，顶层设计与基层试点相结合是未来一段时期内，找准改革的着力点与切入点，在不断实践探索中推进改革开放事业的重要

路径。40年来，正是因为顶层设计呼应了基层群众的意愿，对接了基层的探索，在“顶层”与“基层”的良性互动中，改革开放才不断取得突破，蹄疾步稳地向前推进。

当前房地产市场最主要的问题是土地行政化的调控措施扭曲了城市经济的自然发展进程。中国经济区域分化特征明显。城乡之间、城市之间的人口流动正在进行，大量人口向一、二线城市转移，基础设施的建设和乡村振兴战略的发展也会对房地产市场产生巨大影响。我们的房地产调控显然是逆这种经济发展动力进行的。中国经济要从高速增长转向高质量增长，就应该让更多的资源按照市场化的方式去配置。建立一个全国城乡统一的土地当量市场势在必行。作为地方财政收入的重要来源，征收房地产税对理顺中央与地方政府关系、优化房地产财税体制、减少地方政府对土地财政的依赖和投资冲动、积极向服务型政府职能转变、建设环境友好型和资源节约型社会，具有非常重要的意义，也是健全我国房地产宏观调控长效机制的重要手段。近期，国家陆续提出通过租赁房、租售并举等措施建立房地产市场的长效机制。房地产税作为地方财政收入的重要来源，是建立我国房地产调控长效机制的重要手段。然而，如此重要的措施却迟迟难以实现，很大程度上是因为改革方式出了问题。笔者在《改革“改革方式”》一文指出，对房地产市场来说，位置和区域是最重要的，这样一个市场最适合在各个地方去搞试点，坚持“宽税基、低税率、可负担”的原则，“自下而上”和“自上而下”相结合，通过地区竞争优化趋同去推进房地产税和其他相关房地产制度，寻找适合中国特色的房地产长效机制。

当前，我国面临着人口老龄化加剧和养老金缺口扩大的风险。在这种情况下，未来如何增强养老金体系的长期可持续性，机制设计至关重要。对此，有人提出成立中央统筹基金的方案，但这种方案很可能会引发地方政府的道德风险。笔者在《增强养老金体系可持续性》一文指出，随着人口老龄化的加剧，根据增强养老金体系长期可持续性的需要，应促进基本养老金制度从目前的DB（待遇确定型）现收现

付体系转向DC（缴费确定型）基金积累制体系。可以通过国有资本减持来解决体制转换过程中的养老金缺口问题，同时也有利于促进公司治理的完善。在各地区发展不平衡的现实条件下，对比全国统筹与地方负责两种养老金管理模式，前者会引发地方政府的道德风险，后者更强调地方政府的责任和自我约束，更有利于维持养老金体系的长期可持续性。当前我国的支付体系高度发达，为建立“各省分散负责、跨省流动就业分段缴费、退休地累计发放养老金”制度提供了基础，由地方政府负责养老金事务不会影响劳动力的自由流动。

（三）确定基本原则——处理好政府与市场的关系

党的十八届三中全会明确指出，进一步厘清政府与市场的边界，要“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。处理好政府和市场的关系，既是经济体制改革的核心问题，也是有效引领新常态的突破口。坚定不移地全面深化改革，大力推进新时代的改革，不是重回“计划经济”的老路，而是要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，通过进一步完善市场机制，矫正以前过多依靠行政配置资源带来的要素配置扭曲。

从我国经济发展阶段来看，过去正是由于市场机制的作用发挥得不够，政府干预过多，导致市场不能及时出清，引发了各种结构性矛盾。到中央做出经济发展进入新常态的判断时，传统经济增长方式已难以为继，杠杆率已在短期内迅速抬升，宏观经济效率也已大幅下降。从经济学史看，经济运行效率下降、结构因素凸显，以及宏观经济政策在促增长和防风险（控杠杆）中松紧两难，实际上是长期实施凯恩斯主义式的刺激政策带来的后果。而走出当前困境的唯一出路，就是彻底反思凯恩斯主义式的刺激政策带来的结构性矛盾恶果，在管住货币总量的同时，坚定持续推进新时代的改革，真正让市场在资源配置中发挥决定性作用，通过市场出清，实现结构调整。笔者的《市场出清与全面深化改革》一文，正是紧扣市场的“决定性”作用这一全面深化改革的基本原则来展开论述的。在笔者看来，要做好全面深

化改革这篇内涵丰富的大文章，当下重点是要打好三大歼灭战，实现三个“Big Bangs”（大变革）：一是大幅放宽民间资本进入垄断行业；二是深化中央与地方财税体制改革，促进地方政府资产负债表更加健康；三是以强化金融监管为突破口推进金融体制改革。

对于政府作用，强调“更好发挥”而不是“更多发挥”，要集中精力抓好那些市场管不了或管不好的事情。笔者在《政府的战略定力》一文中指出，全面深化改革不到位的一个重要原因是，很多政府官员对改革理解不到位，不清楚如何推动改革，存在“打左灯往右转”的情形，他们打着改革的旗号，实际上使用的仍然是计划经济的手段。新时代的改革需要以市场化、法治化的手段来推动，政府应该更多地集中在制定和严格执行规则和标准上。与此同时，在经济转型过程中，政府保持战略定力非常重要。一是我国经济转型已有向好的迹象，在这个时候过度关注增长目标，反而会加剧矛盾，固化原有的结构性问题。二是对人民币汇率的波动也要有一定的容忍度。人民币汇率的变化富有弹性及外汇市场的完善，整体上有利于我国经济的稳定增长，合理范围内的人民币汇率调整是正常的。三是在维护金融稳定和防范金融风险的态度上，也应有所转变。“防范金融风险”主要是防范系统性风险，如果过度追求金融稳定，必然会让货币政策过度宽松，反而会导致小风险最终酿成大危机。

三、改革之法

持续全面深化改革、推进新时代的改革在战略上要着眼于打好持久战，坚持稳中求进，把握好节奏和力度；在战术上要抓住关键点，致力于打好歼灭战。深刻理解和准确把握“战略上坚持持久战，战术上打好歼灭战”的思想精髓，需要我们在改革实践中贯彻落实党的十九大精神，坚持战略思维、创新思维、辩证思维、法治思维、底线思维，不断促进战略和战术相结合，取得持久战和歼灭战的最终胜利。

（一）用战略思维把全局——主动适应、把握、引领发展新常态

“不谋万世者，不足谋一时；不谋全局者，不足谋一域。”用战略思维把全局，即从长远看当前、从全局看局部、从整体看部分，致力于解决根本性、全局性、长远性问题。我国经济发展进入新常态，是党的十八大以来党中央综合分析世界经济长周期和我国发展阶段性特征及其相互作用做出的重大战略判断。面对新形势下的新任务、新要求，习近平总书记反复强调，各级领导干部要有战略思维和战略眼光，要自觉“加强战略思维，增强战略定力”，要善于“用战略思维去观察当今时代，洞悉当代中国”。用战略思维把全局，这对我们主动适应、把握、引领发展新常态，建立新时代中国现代化经济体系、现代金融体系框架乃至新时代金融稳定与发展具有重要的方法论意义和现实指导意义。对此，笔者在《新时代的经济与金融》、《现代金融体系框架》、《新时代的金融稳定与发展》三篇文章中分别进行了论述。

首先，现代化经济体系框架已经明确。党的十九大报告指出：“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标。”习近平总书记在中共中央政治局第三次集体学习的讲话中指出，“建设现代化经济体系是一篇大文章，既是一个重大理论命题，更是一个重大实践课题，需要从理论和实践的结合上进行深入探讨”。建设现代化经济体系是紧扣新时代我国社会主要矛盾转化、落实中国特色社会主义经济建设布局的内在要求，是决胜全面建成小康社会、开启全面建设社会主义现代化国家新征程的基本途径，也是适应我国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段、转变经济发展方式、转换发展动能和全面均衡发展的迫切需要，意义深远而重大。

其次，社会主义市场体系框架已经明确。党的十八大提出要完善社会主义市场经济体制，十八届三中全会已经提出了一个完整的建设社会主义市场体系的框架。十九大对过去5年的成绩也做了评价，对改革的评价已经基本确立。十八届三中全会提出，财政是国家治理的基

础和重要支柱，科学的财政体制是优化资源配置、维护市场统一、促进社会公平、实现国家长治久安的制度保障，必须完善立法，明确事权，改革税制，稳定税负，透明预算，提高效率，建立现代财政制度，发挥中央和地方两个积极性，要改进预算管理制度，完善税收制度。十九大报告更加明确地提到，要加快建立现代财政制度，建立权责清晰、产业协调、区域均衡的中央财政关系，尤其提到了一个很重要的问题，即要深化税收制度改革，健全地方税体系。

再次，现代金融体系框架已经明确。党的十八届三中全会提出了建立现代金融体系；全国金融工作会议提出了三个任务，即服务实体经济、防范金融风险、深化金融改革；党的十九大报告提出要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济的能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革，健全金融监管体制，守住不发生系统性金融风险的底线。这些都对现代金融体系框架建设指明了方向。

最后，新时代金融稳定与发展框架已经明确。党的十九大报告指出，中国特色社会主义进入新时代，社会主要矛盾转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。这一重大判断为新时代的金融稳定与发展指明了方向。如何在深刻把握我国社会主要矛盾新变化的基础上，着力解决好发展不平衡不充分的问题，更加注重效率和质量，使金融更好地服务实体经济，更好地满足人民群众和实体经济日益增长的金融需要，是新时代向我们提出的新挑战。为更好地适应新挑战新要求，新时代金融稳定与发展应从数量扩张转向质量提升和结构优化，回归有效服务实体经济这一本源。

（二）用创新思维促发展——以新发展理念引领发展

“理者，物之固然，事之所以然也。”理念是行动的先导，发展理念是否正确，从根本上决定着发展成效乃至成败。党的十八届五中全会坚持以人民为中心的发展思想，鲜明地提出了创新、协调、绿

色、开放、共享的发展理念。党的十九大报告中，“坚持新发展理念”成为新时代坚持和发展中国特色社会主义基本方略的重要原则和组成部分。新发展理念来自中国的伟大实践，具有历史穿透力、现实针对性、未来指向性，是我们党对新时代发展思路、发展方向、发展着力点的思考结晶。对此，笔者在《推进数字普惠，迈向共同富裕》、《以科技金融助力普惠金融发展》、《推动绿色金融发展》三篇文章中分别论述了“以新发展理念促发展”这一课题中的普惠金融和绿色金融问题。

随着各国国内阶层分化和收入不平等加剧，经过长期理论思辨和对危机的反思，我们认为普惠金融已从早期主要适用于落后国家的专属药方，发展为当前各国都重视的一般性社会经济发展政策，其有利于增强经济社会发展包容性，特别是对促进创业就业、消除社会贫困、推进共享发展、实现公平正义的重要意义，得到了国际社会的普遍重视。包括小微金融、农村金融、养老金融、绿色金融等在内的、强调金融服务普罗大众的“大普惠金融”发展理念已达成全球共识，这在根本上拓展了我们对金融本质的认识。中国政府历来高度重视“三农”、小微企业等薄弱环节的普惠金融服务，还专门发布了《推进普惠金融发展规划（2016—2020年）》。以“政府引导和市场主导”相结合为基本经验，中国普惠金融在账户普及率、储蓄普及率、小额支付和信贷等方面都取得了明显成效，多层次、广覆盖的普惠金融机构和普惠金融产品体系基本形成。近年来，我们把利用数字技术作为推动普惠金融发展的政策着力点。在中国政府的积极倡导和推动下，G20（20国集团）领导人杭州峰会通过了《G20数字普惠金融高级原则》。目前，中国在数字普惠金融方面已具备了良好的基础，成绩有目共睹。

未来，我们要重视改善数字普惠金融可能带来的数字鸿沟问题，坚决打击披着数字普惠金融外衣的非法金融活动，加强大数据背景下的数据安全和个人隐私保护，建立负责任的投资者适当性管理的消费

者保护制度，加强基础监管制度建设，补齐监管短板，平衡好创新和监管的关系，引导普惠金融规范发展。

通过市场化的手段将生态环境影响的外部性内部化，达到降低污染性经济活动的目标，是发展绿色金融的基本逻辑和思路。发展绿色金融是经济绿色化转型的推动力量，也是新时代改革的重要内容，将为发展汇聚新动能。2016年，我国发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，提出了中国绿色金融政策框架的顶层设计。但我们要认识到，绿色转型是痛苦的，需要很多方面的改变。从政策角度讲，明确“绿色”标准是前提，推动可持续发展是关键，探索绿色金融创新是重点，顶层设计与基层探索相结合是方法，切实防范风险是底线。下一步，需要鼓励绿色信贷、绿色债券等绿色金融产品创新发展，开发碳金融等市场化产品，推动行业环境风险压力测试，为绿色投融资提供环境风险量化工具，鼓励和支持有条件的地方通过专业化绿色担保机制，设立绿色发展基金等手段撬动更多的社会资本投资于绿色产业。此外，要发展绿色指数及相关产品，推动强制性绿色保险制度以及建立强制性环境信息披露制度。

总的来看，绿色金融还是一个新生事物，我们对发展绿色金融的认识在不断深化，推动绿色金融发展的路径和模式尚在探索之中。目前在浙江、江西、广东、贵州、新疆五省区的部分地区开展了绿色金融改革创新试验区建设，就是希望通过试点建设，因地制宜地探索绿色金融体制机制创新，在政府的引导下，运用市场化手段将更多金融资源配置到节能、环保、绿色减排项目，使绿色经济能够得到有效的金融支持，探索出一条实现环境效益和经济效益双赢的新路径，并形成可复制、可借鉴、可推广的经验，推动我国经济发展的绿色转型和新旧发展动能的转换，启动新的增长点。

（三）用辩证思维抓根本——探索标本兼治之法

“万山磅礴必有主峰，龙衮九章但挈一领。”用辩证思维抓根本，即坚持和运用辩证唯物主义和历史唯物主义，注重矛盾分析，抓

住事物发展的主要矛盾和矛盾的主要方面，注重从事物的普遍联系和发展出发看问题，透过纷繁复杂的事物表象把握本质、掌握规律。辩证思维不仅是一种思维方式，更是一种哲学高度的世界观和方法论。面对经济发展新常态下错综复杂的形势，唯有掌握辩证思维方法，增强辩证思维能力，才能更好地认识规律，更加科学地解决问题，更加有效地推动经济社会持续健康发展。

针对当前的一些热点问题，要讲辩证法、两点论，运用辩证思维谋划经济社会发展，不断增强工作的原则性、系统性、预见性和创造性。笔者在为《去产能背景下钢铁产业转型升级研究》一书撰写的序言《有效去产能的关键》中论述了如何正确处理政府与市场的关系这一根本问题，在《去杠杆的标本兼治之策》、《降杠杆并非利率越低越好》两篇文章中论述了如何辩证地看待去杠杆以及如何积极稳妥地去杠杆。

2015年年末召开的中央经济工作会议，提出推进供给侧结构性改革的“三去一降一补”五大任务，其中钢铁行业、煤炭行业的去产能任务是重中之重。2000年以来，钢铁行业、煤炭行业多次成为重复建设、产能过剩治理和产业结构调整的重点行业。更值得关注的是，近年来产能过剩问题不仅存在于钢铁、煤炭等传统行业，而且开始向光伏、多晶硅等战略性新兴产业蔓延。从某种意义上讲，厘清过剩产能产生的复杂原因及其背后的体制机制根源，是有效去产能的关键。

从我国情况看，周期性地出现产能过剩的行业主要是受管制的垄断行业，或者是大型企业占主导地位的竞争性行业。这些行业恰恰是政府的“有形之手”时常介入的领域，也是行政化去产能的主要领域。事实上，政府部门以行政手段去产能改变了市场的激励约束机制，干扰了行业的正常调整，加大了行业供需的波动。政府以行政方式去产能会导致行业产能过剩周期性地出现，也不利于产业结构升级。在行政化去产能的过程中，政府部门掌握了很多资源，这些资源也成为低效企业追逐的对象，并且是大量“僵尸企业”赖以生存的主

要支撑。由此可见，“劣币驱逐良币”现象和产能过剩问题的出现，主要是没有划清政府和市场的界限，政府或越位或错位，影响了市场机制的发挥，无法形成良性竞争的市场环境。

因此，用市场化方式应对产能过剩是我国推动社会经济结构转型和产业结构转型升级的必然选择。只有以市场化方式应对产能过剩，才能从供给端入手，推动企业通过科技创新、产品升级为市场提供技术新、质量高、服务好的产品，推动产业向中高端迈进；只有以市场化方式应对产能过剩，才能通过倒逼机制，促使企业加快推进兼并重组，淘汰落后产能，有效整合行业内部资源，提高产业集中度。既要防止政府部门的乱作为，又要防止政府部门的不作为。政府部门应做好规则和标准的制定，加强对环保、能耗等的监管执法，用法治化手段引导市场行为，通过成本内部化减少外部性，为形成良性竞争的市场环境创造条件。

近年来，我国债务杠杆率居高不下，主要表现在非金融企业杠杆率较高，且增长迅速。在非金融企业中，国有企业杠杆率较高，产能过剩行业杠杆率较高。居民部门和政府部门杠杆率近年来也上升较快。此外，金融业杠杆率上升的事实及潜在的风险未受到应有的重视。

从宏观上看，高杠杆率是在经济潜在增长率下滑的背景下政府过度刺激经济的结果；从微观上看，公司治理弱化、监管不到位、预算软约束等是企业、地方政府和金融机构杠杆率高的主要原因；从与金融风险的关系来看，杠杆率上升速度而非杠杆率水平与金融危机的关系更为紧密，需要高度警惕杠杆率水平在短期内的快速攀升。

因此，去杠杆要把握本质，标本兼治，着力实施破解杠杆率迅速升高的治本之策。在货币政策保持稳健中性的同时，应淡化经济增长的目标。微观上，加强公司治理，规范中央与地方财税关系，优化金融监管，完善激励约束机制才是去杠杆的有效措施，才有可能从根本上有效化解高杠杆率的债务风险。去杠杆既要把握节奏，统筹施策，

稳定宏观和监管政策的市场预期，有序去杠杆，防止政策叠加导致“债务-通缩”风险诱发系统性风险，也要保持战略定力，从宏观政策和监管上保持对金融机构去杠杆的压力，防止道德风险，促使金融机构主动去杠杆。

（四）用法治思维求善治——建设长效机制

“治国者，必以奉法为重。”良法是善治的前提，强调良法善治，就是强调规则意识，人们做出选择时需要考虑的是法律规则的要求而不是其他要求。良法善治是实现国家治理体系和治理能力现代化的必然要求，也是形成制度化、常态化长效机制的必要基础。从这个意义上看，良法善治同样是市场在资源配置中发挥决定性作用的重要基石。通过良法善治的“顶层设计”，形成制度化、常态化长效机制。一方面规范市场竞争秩序，使各类市场主体平等参与竞争；另一方面实现制度松绑，减少不必要的行政干预，释放市场力量。笔者在《房价上涨过快的宏观经济影响及应对》、《土地使用权续期的制度安排》、《“营改增”的执行情况与改进建议》三篇文章中，分别对构建房地产市场基础性制度和长效机制、明确城镇住宅用地续期以及房产税的制度安排和进一步完善金融业“营改增”试点方案三个方面进行了阐释。

房地产行业的矛盾是我国经济转型过程中各种矛盾的集中反映。可以说，在当前发展阶段，我国房地产市场已经完全满足系统重要性特征，而历史经验也反复证明，如果经济和金融发展过分倚重房地产，并听任房地产价格持续快速上涨，则其极有可能成为触发系统性风险的结构性短板，进而对国民经济持续稳定健康发展造成重大危害。从对宏观经济的影响看，房价上涨过快，对消费和投资均会产生净挤出效应，阻碍全要素生产率的提高，扩大收入和财富分配的差距。从房价持续上涨的结构性、体制性根源看，房地产供给弹性不足的地区更容易出现房地产泡沫；地方政府财权和事权不匹配，导致地方政府公共服务与房价之间的因果关系倒置；宽松的货币政策，即低

息信贷供给是造成房地产泡沫的必要非充分条件。构建我国房地产市场基础性制度和长效机制，不宜再将房地产作为宏观调控工具继续使用，而应以市场化为导向改革完善土地制度，以房地产税为切入点，深化中央与地方财税体制改革。政府在房地产过度繁荣时应加强管控，并加快住房保障体系和住房租赁体系的建设。

土地制度改革与房地产市场发展息息相关，也是改革的深水区。比如，在土地使用权期限届满之后如何续期，是土地制度领域具有“四梁八柱”性质的改革。但现在的一些做法往往是在回避矛盾，以短期的政策替代长期制度。如对温州市出现20年期住宅用地使用权届满的“撞限房”，相关部门出台了“两不一正常”的过渡性政策，并没有从根本上解决土地续期问题，反而容易产生“住宅用地免费自动续期”的错误信号，对下一步改革将产生不良的影响。城镇住宅用地使用权续期的制度安排，对稳定市场预期、产权保护、房地产市场健康发展以及地方财政等都具有深远影响。基于法理权利和稳定地方财政的需要，城镇住宅用地届满续期应遵循有偿原则，保证国家能持续分享城镇土地增值收益，确保基础设施运营维护和公共服务的可持续性。同时，考虑到民众的承受能力和房地产市场的稳定，住宅用地有偿续期制度不宜采用目前的土地出让金模式，而应平稳过渡到“宽税基、低税率、可负担”的房地产税模式，按年收取。当务之急，是由全国人大通过立法，明确城镇住宅用地续期以及房产税的制度安排，加强舆论引导，建立土地出让金制度将向房地产税平稳过渡的社会预期。

十八届三中全会的《决定》提出了财税体制改革的三大任务，即税制改革、预算改革和央地财政关系改革。从目前来看，“营改增”是近年来最重要的税收制度改革措施和最主要的改革成果。从改革的角度看，“营改增”旨在完善增值税制度，形成增值税完整抵扣链条，符合经济发展方式转变的需要，是推进中国经济结构调整的重要手段，也有助于企业降低成本，具有一定的减税效应。据笔者测算，“营改增”带来的实际减税额度，在2016年为2000亿 ~ 3000亿元，

2017年为3000亿 ~ 4000亿元。自2016年5月1日起，金融业纳入了增值税征收范围。根据财税36号文件，金融业“营改增”试点方案的主要内容有三条：借款利息不可抵扣进项税；新购入不动产的进项税可分两年抵扣；税率为6%。这一方案未能打通增值税抵扣链条，只是营业税制度的平移，既不符合增值税原理，也不符合国际惯例。同时，税率上升、税基扩大、税负增加，也不符合国务院关于“所有行业税负只减不增”的要求。为此，财税部门在36号文件框架下，已经针对金融业“营改增”试点方案发布了四次“打补丁”政策，但上述问题依然存在。为进一步完善金融业“营改增”试点方案，笔者提出：应补充增值税税收优惠措施，扩大免税业务范围；减少进项税抵扣障碍，实现应抵尽抵；降低税收征管的操作成本；从制度层面确保银行业税负“只减不增”。在金融业实行增值税制度，要处理好短期和长期的关系，总的原则是不能加大银行的税负和管理成本。最好的办法是以欧盟、美国等大型发达经济体作为参照，对利差类业务免税或实行零税率，减少税制扭曲，减轻金融业税负和税收政策的执行成本，提高金融业经营效率，更好地为实体经济服务。

（五）用底线思维谋主动——打赢防范化解重大风险攻坚战

中央经济工作会议确定，按照党的十九大要求，今后3年要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险攻坚战。第五次全国金融工作会议提出金融领域存在乱象，诸如金融机构单纯追求规模粗放经营、国内准政府信用的存在、金融机构贷款易投向效率较低的国有企业、农商行与省联社的提名权之争、影子银行的膨胀等。金融乱象产生的原因，应该从中国经济转型过程来看。金融扭曲实际上只是一个镜像，它反映了实体经济存在的问题，反映了整个体制机制存在的问题。简而言之，“金融乱象是实体经济和整个体制机制问题的镜像反映”。中国经济要转型，必须完善国家治理。加强国家治理能力，必须从微观机制、市场机制的角度，把公司治理、政府与市场、监管者与被监管者、财政与金融、中央财政与地方财政等关系理顺。只有

这样，市场经济中才不会存在市场乱象和金融扭曲，金融市场的价格才能更好地反映微观主体的信用。

“君子以思患而豫防之。”如何有效防控金融风险？如何以底线思维谋求主动，打赢防范化解重大风险的攻坚战？笔者在《金融乱象问题》、《金融安全问题》、《防范金融风险》、《有效的金融监管体系》四篇文章中分别从根源、改革方向和监管改革思路等角度系统论述了上述判断。

首先必须认识到，“金融安全是改出来的，不是保出来的”。从根本上说，“保”是基于底线思维，是非常态下应对危机的机制和措施，“保”的是底线，只有形势恶化到底线时才需要“保”。就金融风险而言，“保”就是要守住不发生系统性金融风险的底线。在底线之上，过度追求“保”必然会妨碍市场配置资源的效率，不仅会固化既有结构性矛盾，导致风险积少成多、积小成大，还会催生道德风险和新的风险点，无助于消除风险产生、积累和传染的根源。

因此，防范金融风险要托底于“保”而立足于“改”，改革是防范金融风险的唯一出路。改什么？一方面，如前所言，要切实推进实体经济供给侧结构性改革，深入推进“三去一降一补”。另一方面，金融体制，特别是监管体制的完善也十分重要。应致力于维护系统性金融稳定，完善现代金融体系，改革监管体制。

探寻有效的金融监管体系是当前防风险的重要政策着力点。究竟什么样的金融监管体系才能够实现安全与效率并重、既严格又富有弹性、可以有效平衡金融创新与风险防范呢？重点是要妥善处理几组关系。从中央银行与金融监管的关系看，中央银行的货币调控离不开金融监管政策的协调配合，中央银行履行金融稳定职能需要获得相关金融监管信息，中央银行行使最后贷款人的职能、开展危机救助需要金融监管政策的协调配合。从监管体制的激励相容要求看，监管目标应清晰明确，监管权责应对等，监管政策应公开透明。从金融监管与市场机制的平衡看，准确界定监管与市场的关系，既应从“大处着

眼”，将金融监管视为金融治理体系的一部分，也应从“小处着手”，对金融风险属性加以区分，使政府监管主要用来应对系统性金融风险。从有效平衡金融创新与风险防范的关系来看，金融监管应对不同形式的金融创新采取差异化的应对措施。

四、改革之策

我国当前经济运行面临的突出矛盾和问题，虽然有周期性、总量性因素，但根源是重大结构性失衡，国内长期积累的部分结构性问题和深层次矛盾还有所固化，甚至恶化。这些经济运行中的结构性问题，部分是我国经济发展自身演进的结果，例如，内需与外需、投资与消费、产业结构内部的失衡，都是我国经济转轨发展的必经阶段，在我国经济逐步进入新常态后，这些经济结构已不可持续，需要一定的时间调整转型。部分问题是体制机制障碍及相关政策导致的，需要通过改革来消除障碍，予以解决。而这些改革，本质上是一次重大的创新实践，只有进行顶层设计创新、体制机制创新，不失时机地进行技术创新，才能有效推动这次重大的新时代改革。笔者看来，新时代改革的制度保障涉及的范围非常广，在当前形势下，应当全面把握党的十九大强调的“三个有”，即着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制。第一，应着力提升金融市场的服务功能与效率，以对外开放促进金融市场改革发展，为新时代改革提供有利的金融市场环境，《债券市场发展的最大障碍》、《债券市场的顶层设计和改革发展》、《以对外开放促进金融市场改革发展》三篇文章对上述观点进行了详细论述；第二，深化公司治理改革，完善各类国有资产管理体制，夯实新时代改革的微观基础，《公司治理难题》、《“明股实债”与国有资本管理》两篇文章分析了该问题；第三，应保持稳健的货币政策取向不动摇，为实体经济发展和全面深化改革创造良好的货币金融环境，《货币政策不能包打天下》、《稳健中性的货币政策》两篇文章论述了该观点；第四，应大力推进公共财政改革，加快理顺中央与地方的财政关系，正确引导地方政府行为，

《公共财政与中国国民收入的高储蓄倾向》、《中央与地方财政关系对经济波动的影响》、《市政债券支持城镇化融资》、《完善城镇化建设融资机制》、《探索地方财政管理自治制度》五篇文章分别从理论、影响和机制设计等角度展开了论述。

（一）市场机制有效——提升金融市场服务功能与效率

近40年的改革实践证明，如果根据金融市场发展规律和国际规则来发展国内金融市场，金融市场发展得就比较快，反之就会出现问题，甚至推倒重来。在这一过程中，中国金融市场从无到有，取得了显著的成绩。在推进新时代改革的过程中，需要完善金融市场体系，充分发挥金融市场服务实体经济、优化资源配置的功能和作用。同时，只有一个开放的金融市场才会有真正的广度和深度，形成的价格信号才真正有代表性和影响力，才能够吸引更多资金和投资者来支持实体经济的发展。

就金融市场自身的发展而言，改革开放以来，与社会主义市场经济相适应的金融市场和机构体系的基本确立，为我国经济持续健康发展做出了重要贡献，但其在促进资本形成、优化资源配置、推动经济转型和结构调整中发挥的作用还不够。与成熟市场经济国家相比，中国还有相当大的差距，存在显著的结构性问题，主要体现在：一是直接融资比重过低；二是影子银行挤压债券市场，呈现“劣币驱逐良币”的现象；三是债券市场自身的结构有待改善；四是股权融资不足，投资者以散户为主；五是衍生品发展不够。就债券市场而言，我国债券市场进一步发展面临的最大问题是，在当前分业经营、分业监管的体制下，监管机构的监管行为扭曲（即“封建式”监管），已成为影响债券市场进一步发展最主要的障碍。

债券市场是金融市场的重要组成部分，进一步加强债券市场的顶层设计，推动债券市场改革发展是适应中国经济发展新形势的内在要求和必然选择。从历史维度、国际比较维度和实体经济维度看，对债券市场进行顶层设计势在必行。如何推进这一工作呢？总的方向还是

要坚持市场化改革的导向不动摇。以“服务实体，尊重规律，鼓励创新，规范发展，开放共赢”为原则，在体制层面推动金融监管体制改革，加强监管协调，打破“封建式”监管；坚持市场化发展方向，继续以合格机构投资者（QIB）和场外市场（OTC）为主发展债券市场，在技术层面完善债券发行管理体制、统一规范债券市场的投资者准入、发行程序、市场行为、信息披露和做市等；建立富有流动性的国债收益率曲线；统一债券市场的税收，完善做市商制度、会计和评级制度，建立分层的债券市场，统一债券做市商和国债承销商资格；完善违约处置机制、投资者保护机制等相关制度，优化债券交易机制、强化基础设施建设、加强监管协调和自律管理、健全配套法制环境。通过全面推动债券市场的改革、开放和发展，建立一个统一、多层次、安全高效、开放透明的债券市场，促进价格发现和风险管理，优化金融资源配置，便利实体经济便捷高效地进行投融资，有力支持宏观调控实施传导。

当前及未来一段时期，进一步通过开放促进金融市场发展是我国提高国际竞争力的必然要求，要在尊重国际市场规则和惯例的基础上，推进金融市场更高层次的开放。但也要认识到，中国还不具备全面改写全球金融市场体系规则的实力，需要顺应大势，主动作为，以包容合作的心态，调整完全“以我为主”的开放思路，积极适应国际规则，逐步融入国际金融秩序，形成对内改革和对外开放的良性格局。在具体改革路径上，一是在对外开放的过程中逐步解决中国金融市场的结构性问题，激发市场潜力；二是整体协调推进金融市场开放，健全宏观审慎管理框架；三是有序开放信用评级市场；四是实行分层分类管理，给予境外发行人在审计和会计方面更大的灵活性；五是尽快明确境外投资者进入我国债券市场所涉税收问题；六是金融基础设施建设要兼顾中国国情与国际惯例。

（二）微观主体有活力——夯实新时代改革的微观基础

着力推进新时代改革，需要实施“五大政策支柱”，即宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底。其中，微观政策要活，就是要把企业真正当作经济发展的主体，“放水养鱼”，让企业去创造有效供给和开拓消费市场。要夯实新时代改革的微观基础，一项基础性的工作就是完善公司治理。但近年来，我国公司治理实践有所倒退，尤其是与2003—2006年国有大型商业银行改革这一时期相比，国有企业和金融机构公司治理结构重形式轻实质、形似而神离问题突出，出资人缺位导致侵犯出资人权益的问题普遍存在，中央汇金公司控股公司治理模式的潜力未能得到充分发挥，形式上已搭建起的“三会一层”内部制衡机制形同虚设，信息披露严规制宽执行，距现代企业制度的目标还有较大差距，亟须改革完善。

政府行政干预和“封建式”监管是我国有效的公司治理和现代企业制度无法建立的根本原因。我国部分政府部门和监管机构对公司治理制度框架的认识，很大程度上还停留在部门管辖、行业管理的较低层次，政策着力点更多地放在了如何管企业、如何用政府的力量推动企业做大做强。国资部门、金融监管部门等都从各自利益出发制定各自的规则，实际上还是在搞部门所有制和“封建式”领地监管，缺乏顶层设计和系统考量，走的依然是行业主管部门全面管企业的老路，由此产生的政资政企不分、发展和监管职能不分、企业经营行为和资源配置违背市场化原则等弊端也就不足为奇了。

与此同时，党的十九大报告明确提出：“要完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大，有效防止国有资产流失。”要实现这一战略目标，“必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点”，以完善公司治理为核心，准确区分“资本”和“资产”的概念，从历史沿革、现实要求、路径设计等多角度加以系统分析。从国有资产管理体制角度来看，国有资本是经济学中的“资本”概念，而非会计上的“资产”概念，国有企业

只有减去负债后的“净资产”所有权才属于国家所有，才是真正的“财富”。“资本”与“资产”概念的混淆，再加上债务软约束问题大量存在，导致股债不分、明股实债现象非常突出，很多名义上的国有资本是虚幻的。而且，由于医疗、养老、教育等领域的欠账较大，实际上的国有资本远低于账面水平。

未来一段时期，应加强顶层设计，打破部门分割，加快制定出台统一的中国模式的《公司治理原则》。在我国国有资本“分层所有”的情况下，加上“治理半径”的存在，要求在管理架构上明晰产权、厘清责任，建立激励相容的“委托-代理”架构，通过“公司治理”建立现代企业制度。通过“双层安排”加强党的领导并强化股东权益保护。完善内外部制衡机制，一方面，厘清“三会一层”的边界和责任，强化激励约束，加强内部制衡；另一方面，理顺政府部门、监管机构与企业之间的管理边界，积极发挥利益相关方的制衡作用。界定信息披露范围，强化信息披露质量。

（三）宏观调控有度之一——为实体经济发展创造良好的货币金融环境

从1984年中国人民银行正式行使中央银行职责以来，在经济约束和结构性特征异常复杂的条件下，中国货币政策当局根据中国经济金融的实际和宏观调控的需要，不断突破思想束缚，积极探索并初步形成了中国稳健货币政策的政策体系和理论基础。就改革经验而言：一是在货币政策的目标选择上，强调稳定价格水平并兼顾其他目标；二是按照间接调控要求，改革完善一系列货币政策工具；三是根据发展阶段和国情需要，选择实施数量、价格与宏观审慎政策相结合的调控模式；四是始终注意短期宏观调控与中长期金融改革相互结合，重视“在线修复”金融体系，稳步推进利率、汇率市场化改革，不断完善货币政策传导机制。总的来看，中国的政策实践可能会超前于理论发现，而本轮全球金融危机对传统货币经济学和中央银行货币政策带来了新的挑战，这极大地推动了理论界和决策者的深刻反思。我们在通

过全面深化改革努力克服各种挑战的同时，有必要及时总结中国货币政策调控的宝贵经验，将具有全球典型范例意义的中国模式提炼为具有普遍意义的理论。笔者发表于《金融研究》2017年第1期的《中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿》一文，正是对中国经验的总结和提炼。

长期以来，中国货币政策一直承受着不可承受之重，在稳增长、防风险、调结构和促改革的缝隙中运行。目前，我国经济进入新常态，存在着如何处理好宏观调控和改革力度的关系问题。过度刺激的货币政策和财政政策不但不能解决深层次矛盾，还会导致结构性矛盾的固化。以过度刺激维持所谓的经济高增长，有百害而无一利，后果是“僵尸企业”僵而不死，落后产能难以退出。针对近期短期宏观调控政策用力过猛，而改革措施的落实和执行力度不到位等问题，国家提出稳健中性的货币政策，正是认识到货币政策有其边界，不能包打天下，不能代替供给侧结构性改革，货币政策的有效实施需要与其他政策配合，尤其需要以新时代改革为基础。

从这个意义上讲，管好货币信贷总量，调节好货币闸门，是做好金融服务实体经济工作的重要基础。近年来，中央经济工作会议一直强调货币政策要保持稳健中性，这是在深入分析当前国内外经济金融形势和我国经济运行面临的突出矛盾和问题基础上做出的重要部署，为把握好货币政策调控力度和节奏、平衡好多个目标之间的关系指明了方向。要全面理解稳健中性的货币政策，就必须认识到货币政策保持稳健中性是全面深化改革的客观要求，是防范金融风险，尤其是平衡好维持金融稳定与防范道德风险之间关系的宏观保障，是顺应国际经济金融形势变化的主动选择。当然，货币政策保持稳健中性“功夫在画外”，应大力推进供给侧结构性改革，做好货币政策与其他宏观政策的协调配合。

（四）宏观调控有度之二——大力推进公共财政改革

中央与地方财政关系是各国财税体制的核心环节，这对我国这样的一个大国经济体更是如此。特别是我国经济增长长期依赖投资拉动，而地方政府作为一类重要的投资主体，其行为变化更是会对投资增速产生重要影响。近年来，尽管消费对增长的贡献率逐渐上升，但由于投资的波动性远强于消费，加之出口贡献率由正转负带来的巨大空白，投资增速对增长波动的影响实际上反而有所增强。而就投资结构来看，随着制造业投资的持续下滑，与央地财政关系十分密切的基建和房地产投资已成为决定投资甚至整个经济增速边际波动的重要因素，同时也会对财政金融甚至整个系统性风险的演进产生重要影响。从历史上看，由于我国中央与地方财政关系没有理顺，地方政府行为曾多次陷入“一收就死、一放就乱”的怪圈。当前，地方政府融资渠道收紧，对实体经济“去杠杆”将带来经济下行压力，而目前的整顿方式没有充分考虑到地区差异性，还会导致财政风险金融化。

从我国经济增长的长期视角，尤其是从公共财政与国民收入的高储蓄倾向关系来看，我国储蓄率从1992年到2007年的变动，特别是2000年至2007年的持续攀升，主要是因为国有企业盈利能力增强之后，政府的盈利性动机使其对国有企业进行直接投资，从而使公共部门储蓄率上升；而这种直接投资又对政府公共财政职能产生了挤出效应，进而使私人部门储蓄率随之上升。2008年以来，我国国民储蓄率呈下降趋势。其中，居民储蓄率变动趋势相对平稳，政府和企业部门储蓄率变动相对显著。而政府部门储蓄率下降主要是国有企业资本回报率下降导致的政府公共支出扩大。从笔者的实证结果来看，公共部门储蓄率与国有企业绩效之间，以及私人部门储蓄率与公共支出占比之间都有很强的关系。中国国民储蓄率的高涨态势是否会持续下去，取决于政府对其盈利性动机的控制和公共职能执行的力度。由于在政府预算约束条件下，其盈利性动机往往与公共职能的执行相冲突，控制地方政府的这种盈利性动机，促进公共财政职能的执行，对降低国民储蓄率至关重要。

债务与增长是孪生关系，为了在“稳增长”与“去杠杆”之间求得动态平衡，必须改革中央与地方财政关系，完善地方政府举债框架。一是完善政绩考核体系，淡化GDP目标，正确引导地方政府的行为。二是改革地方政府债务管理框架，既要赋予地方政府主动作为的空间，又要建立硬约束机制，防止地方政府乱作为。三是借鉴财政联邦制的有益做法，加快理顺中央与地方财政的关系，这是从根本上提升财政资金配置效率、降低财政以及金融风险的制度保障。四是加强财政金融政策的协调。

地方政府债务与城镇化发展密切相关，建立可持续的融资机制是推动城镇化建设的迫切需要。从国际上城镇化建设融资机制方面的成熟经验来看，城市政府财权与事权对等，享有独立的税权与发债权；城镇化建设资金缺口主要通过市政债融资解决；偿还市政债的重要资金来源为财产税收入。针对我国实际，并在借鉴国际经验的基础上，笔者提出解决问题的思路是通过改革体制机制，采取财产税和市政债相结合的方式，把城镇化建设未来的收益平移到目前来使用，在时间轴上平移分布财务负担，将来再逐步偿还，同时形成市政建设水平提高和财产税收入增加相互促进、良性循环的正向激励机制。具体而言，有四个方面的改革建议：第一，修改《预算法》，赋予城市政府发行市政债的权力；第二，完善财税体制，设立财产税；第三，改造城投债，为城镇化建设提供规范的资金来源；第四，积极探索以多元化方式筹集资金，支持城镇化建设。

近年来，我国地方政府隐性负债迅速增长，其规模远远超过显性负债。融资平台、城投债等是地方政府隐性负债的主要方式，在统计上往往算作企业部门负债，这不利于准确判断我国各部门的杠杆率风险。这些问题的出现，与我国分级政府间财政关系不顺、财政和金融责任边界不清有关。从国际经验来看，大国经济体对地方财政管理都有比较完备的激励约束制度框架，地方政府的自我约束、中央政府（联邦政府）法律和行政约束以及金融市场约束共同发挥作用。对少数地方政府财政管理不善的情形，也有相对合理的风险处置和责任分

担机制。对比大国经济体的经验，我国地方财政管理的激励约束机制还很不完善，需要在财政管理上探索地方自治，扩大地方政府自主发债的权力，提高地方政府收入与支出的匹配度，探索地方财政破产和追责制度，建立财权与事权相匹配的“一级政府、一级财政、一级预算、一级税收、一级举债”的财政管理体系。

在对本书收集的论文整理及修改过程中，中国人民银行研究局和市场司的多位同事给予了大力支持和帮助，纪敏博士、牛慕鸿博士、李宏瑾博士、徐昕博士、唐滔博士、杨骏博士和钟震博士等对论文的整理、汇总、编辑付出了很多智慧和努力。本书得到了国家自然科学基金重点项目《中国金融体系的演化规律和变革管理》（项目编号：71733004）和国家社科基金专项《健全金融监管体系研究》（项目编号：18VSJ074）的资助，在此一并表示感谢！

第一章

改革之势

第一节　改革势在必行

过度刺激维持高增长的弊端㊟

一、从全球经济看，总需求刺激政策的效果正在边际递减，金融市场动荡不定的态势短期内可能难以改观

这一判断是基于以下原因：

一是全球金融危机之后，发达国家吸取了20世纪30年代的教训——在危机时实施紧缩的货币政策会导致通货紧缩，加剧危机。于是，发达国家纷纷实施量化宽松的货币政策，并一再加码，直至采取负利率。在没有结构调整改革和财政政策的支持下，过度刺激的货币政策最终只会使全球金融市场出现泡沫和高杠杆。货币政策是绳索，在紧缩时对推动经济增长作用有限。

二是从历史上看，自布雷顿森林体系崩溃以后，一旦美国进入加息周期，往往对新兴市场国家造成很大的冲击。20世纪80年代初的拉美债务危机、1997年的亚洲金融危机均与此有关。

当前全球金融市场联系紧密，普遍存在高杠杆，美国与其他国家经济周期不同步，货币政策也不同步，这必然导致全球金融市场的动荡难以平复。

与此同时，“黑天鹅”事件时有发生，不确定、不稳定因素增多。持续的经济停滞已经引发了去全球化、贸易保护主义和民粹主义抬头，英国脱欧、特朗普当选美国总统、意大利修宪公投，这些意外因素不断冲击着全球市场，导致全球范围内的金融市场震荡、大宗商品价格波动、跨境资本流动不确定性明显增大。

二、从国内经济看，近年来我们在稳增长方面下功夫过大，不利于推动相关改革

2016年以来，在世界经济复苏一波三折的情况下，我国经济保持了总体平稳，而且，“三去一降一补”供给侧结构性改革取得了一定的进展，产业结构、需求结构、收入结构等继续得到优化，经济新动能正在积聚，传统动能的改造升级也在加快，应该说成绩来之不易。

但我们也应该清醒地认识到，当前GDP增长离不开房地产和基建投资的拉动，导致地方政府负债的快速上升，不具有可持续性。国内长期积累的深层次矛盾还没有得到根本改善，部分结构性问题还有所固化，甚至恶化。

与其他国家相比，中国政治稳定，确立了以习近平同志为核心的党中央，中国的政策一以贯之，在保持经济增长的同时调整结构，政策回旋余地比较大。事实上，在近年来简政放权和鼓励“双创”的背景下，新成立企业的数量创历史新高，企业家的创新精神得到了更好的发挥，出口企业产品正在升级，就业也得到了保证。中国的可持续增长是在没有过度刺激的条件下的增长，现阶段没有必要予以过度刺激，因为通过过度刺激来维持所谓的高增长有百害而无一利。

过度关注总量的直接后果就是杠杆率的上升。从我国情况看，在边际上，债务扩张对杠杆率的推升效应，已明显超过对经济增长的拉动效应。2010年GDP每增长1亿元，对应的债务就增加2.14亿元；2015年每新增1亿元，GDP对应的新增债务则猛升至4.06亿元。在这一态势下，较好的政策选择可能是适当降低经济增长速度，以换来边际上杠杆率更大幅度的下降。

更值得关注的是被总量扩张所掩盖的结构矛盾。近年来，低效回报的部门仍然在加杠杆，这是总体杠杆水平不降反升的主要原因。我们一系列旨在“稳增长”的政策调动的主要是国有投资，民间投资占比则不断下降，但投资回报率恰好相反。2016年1 ~ 10月，国有及国有控股、私营企业固定资产投资完成额累计同比增速分别为20.5%和9.7%，而同期规模以上工业企业中，国有及国有控股、私营企业的利润总额累计同比增速分别是4.8%和6.6%。在投资回报率和投资增速明

显错配的格局下，必然是投资增长越快，对债务融资的依赖就越大，由此杠杆率不但不会随着投资和GDP的增长而下降，相反会逐渐上升。

过分关注总量问题的结果必然是“僵尸企业”僵而不死、过剩产能退而不出，供给侧结构性改革的市场化、法治化方向没有贯彻始终，反而会使总量与结构的矛盾更加固化。

三、大力推进供给侧结构性改革，需要三个“Big Bangs”

中国经济的问题不是增长速度问题，而是过分刺激的风险、不改革的风险、过分干预经济的风险等问题。

在保持宏观政策审慎适度的基础上，要做好供给侧结构性改革这篇内涵丰富的大文章，当下重点是要打好三大歼灭战，实现三个“Big Bangs”。

一是应大幅放宽民间资本进入垄断行业。这有利于在传统行业去产能的同时发展新经济，也可遏制民间资本减少国内投资、大幅增加境外投资的趋势。

尽管中央出台了一系列文件，但一些垄断行业的市场准入关卡仍然难以逾越。一些基础设施领域的民间投资占比，低的不到5%，高的仅有30%。部分领域即使开了一道口子，但背后还是有一扇扇“玻璃门”、“弹簧门”、“旋转门”。应该抓紧制定出台大幅放宽电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等领域市场准入的方案和政策措施，制定出台支持民间资本进入养老、健康、家政、教育培训、文化教育等服务行业的具体办法。同时，实施更具包容性的财税政策、产业政策，营造公平的竞争环境，创新垄断行业与民间资本的合作机制，避免“只让出钱、不让发言”的不平等合作方式，努力做到同股同权。

二是深化中央与地方财税体制改革，促进地方政府资产负债表更加健康。2016年，中央与地方税收收入划分，以及中央与地方事权和

支出责任划分改革均已正式启动。“营改增”试点全面推开，更意味着作为地方主体税种的营业税将成为历史。尽管“营改增”试点期间采取了“打标签”全部作为地方收入的办法，但这是改革初期为不影响地方财力的过渡性安排，改革方向依然是增加中央事权和支出责任。未来，地方政府缺乏主体税种、事权与财力不匹配的矛盾可能进一步凸显。我国改革的一条重要成功经验是充分调动中央和地方的两个积极性，其中，应该充分调动地方的首创精神和改革动力。因此，还应考虑适度提高地方财政收入比重，加强地方政府公共服务能力建设，使地方政府具备与其职责相匹配的财权与财力，以及摆脱对土地财政的依赖。在政策上，应深入研究财产税的实施路径，全面改革资源税，加快推进消费税改革，培育地方主体税种，增强地方自主发展能力。

三是以强化金融监管为突破口推进金融体制改革。当前，我国金融运行进入风险敏感期、多发期，2015年的股市异常波动给我们敲响了警钟，进一步强化监管也成为本轮国际金融危机后的普遍共识。从我国面临的实际状况出发，金融改革的突破口主要是改革现行分业监管的体制，以适应混业经营全面到来的大趋势。对中央银行而言，要加强宏观审慎管理职能，防范系统性金融风险。重点在两个方面。一要纠正现行体制下监管机构的地盘意识和行业保护倾向，强化金融基础设施建设，建立覆盖全市场的交易报告库制度，增强市场透明度，实行穿透式监管，有效防范系统性风险。二要赋予中央银行对系统重要性金融机构和金融控股公司的监管权。只有做到这两点，才能为其他金融改革创造稳定的金融环境。

---

1. 本文系笔者于2016年12月2日在“第七届财新峰会”上的发言，原题为“过度刺激维持高增长有百害而无一利”。

第二节 改革的改革

改革的几大“硬骨头”(注)

党的十九大做出了“中国特色社会主义进入新时代”的重要判断，毫无疑问，我国改革发展同样进入了新时代。那么，应该如何认识和把握新时代的改革？

一、新时代的改革具备良好的条件

第一，供给侧结构性改革稳步实施，重要领域和关键环节改革取得了突破性的进展，供求关系正在发生实质性的变化，新动能、新业态加快成长，宏观经济企稳向好的势头有所巩固，改革已经在正确的轨道上前行。第二，党的十八大以来，全面依法治国、全面从严治党、反腐、扶贫等工作取得显著成效，为改革营造了稳定的社会环境。第三，党的十九大将忠诚、能干、有担当的人放到合适的位置，为改革的顺利推进做了充分的人才准备。

二、新时代的改革面临新的挑战

从经验上看，渐进式改革思路是我国改革开放取得成功的重要原因。这种改革模式摩擦成本小、见效快，有利于新制度、新秩序的培养，“以时间换空间”，切合我国改革开放之初的实际。但是，经过近40年的改革发展，易于推行、具有帕累托优化属性的改革目前大多已经完成，改革的顶层设计、“四梁八柱”的基本框架也已经确立，下一步改革面临的基本上都是涉及改变现有体制运行、触动既存利益格局的体制机制难题，比如，国有企业改革、财税体制改革、扩大双向开放等。因此，新时代的改革绝不是水到渠成的自然过程，必须主动突破“心理舒适区”，要对困难和挑战甚至重大风险有充分的认识和准备。

三、新时代的改革需要啃“硬骨头”

我国相当长一段时间处在经济高速增长阶段，规模快速扩张，渐进式、增量改革的成绩显著，这使得我们对规模扩张、增量改革过度乐观，甚至出现了回避存量问题、绕着问题走、过度依赖增量扩张的错误倾向，结果是存量矛盾迟迟未能得到真正解决，经济运行中的一些深层次问题长期积累并恶化。比如，我国目前面临的产能过剩、高杠杆和房地产领域的诸多问题，背后有前期过度刺激以维持总量扩张，导致结构性问题恶化的因素，也有回避存量矛盾的因素。因此，十九大报告要求“必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革”，同时也不再提GDP翻番之类的目标。这就是要纠正过度强调增量扩张目标的倾向，从“铺摊子”转变为“上台阶”，从简单的加减法转变为重在提高质量和效率的乘除法，从过度依靠短期行政手段转变为体制机制建设，通过质量、效率、动力“三个变革”，解决不平衡不充分发展问题。这就需要我们拿出改革的决断力和勇气，力争在一些事关改革发展大局的重点问题上有所突破。这些“硬骨头”主要包括以下几个方面。

（一）国有企业改革问题

近年来，国有企业改革的部分举措并没有紧紧围绕主要矛盾。当前国有企业面临的主要矛盾是治理结构不完善、企业效率不高、盈利能力不强，这是我国经济“大而不强”的具体体现。党的十九大报告要求“推动国有资本做强做优做大”，明确了改革的方向，确立了“强—优—大”的顺序。如何保持国有企业的肌体健康？首先要以国有资本为纽带来完善公司治理，实现国有企业提质增效。

然而，近年来推动的“债转股”改革，只是实现了短期的债务减免，并没有从根本上改善企业公司治理，解决企业盈利不足的问题。“债转股”是“当商业银行的贷款对象出现一定问题时，商业银行所采取的一种资产保全方式”，是企业重组的一种方式。表面上看，

“债转股”能产生降低企业债务负担、避免直接破产重组、商业银行保全资产的短期收益。但从根本上讲，“债转股”的要旨是改变贷款对象的法人治理结构，以便恢复贷款对象的盈利能力。只有实现企业经营状况的改善，才能真正实现优于直接破产清算的结果，达到债权人与债务人双赢和改善社会福利的目的。在诸多“债转股”的国际实践中，鼓励债权人转换身份、作为股东主导或参与企业的重组是成功案例的共同特点。然而，近年来我国的“债转股”改革更多的是停留在债务重组的财务层面，交了学费，却没有解决体制机制的问题。商业银行只是实现了名义上的身份转换，仍然很难在企业的经营管理中享有与其投资额相匹配的话语权，只是“债转债”，债权人无法参与企业日常经营，改善公司治理从而改善企业经营也就无从谈起。

现有的国有企业混合所有制改革措施，更多的是强调引入民间资本，却没有充分发挥股权多元化对公司治理的改善作用。显然，这不符合中央对国有企业改革的初衷。混合所有制改革是一个新概念，但人们对其实质内容并不陌生。21世纪初，我国国有商业银行改革就曾引进战略机构投资者，实现国有资本与非国有资本的融合，但这只是手段，不是目的。国有商业银行改革的根本目标是推动商业银行内部改革和加强外部监督，促使其真正建立现代金融企业制度。为实现这一目标，国家成立了中央汇金公司作为控股金融企业的平台，引入战略机构投资者和独立董事，推动商业银行股份制改造和上市。中央汇金公司承担并充分履行国有出资人的职责，战略机构投资者发挥监督和制衡的积极作用，独立董事发挥其专业优势，真正建立健全了国有商业银行的治理机制，经营的效率和质量得到明显改善。这是国有商业银行成功摆脱“技术性破产”、实现健康发展的重要经验。而在一些混合所有制改革的案例中，民间资本更多的是作为财务投资者，纯粹是来搭国有资本的便车，并分享利润果实的，很难发挥其股东身份的积极作用，改善企业治理。我认为，混合所有制改革绝不是补充资本金，如中国联通等央企并不缺资金，缺的是高效高质量的企业运行机制。遗憾的是，目前的混合所有制改革并没有为建立这样的机制创

造条件。一些具体问题也值得深思。一是具有垄断性质的大企业，是引入民间资本做股东更有利于提质增效，还是放开竞争性业务准入更有利于企业做强做优？公司治理在竞争的环境中才能充分发挥作用。二是引进的民间资本是否局限于境内资本，“一视同仁”地引进境外战略投资者是否能有更好的效果，是否更有利于信心的建立和巩固。

（二）中央和地方的财政关系

中央与地方的关系是我国改革中的一对重要关系，是“牵一发而动全身”的系统性改革。改革开放的成功经验，就是充分调动地方政府的积极性，发挥地方的信息优势。用“松绑”、“搞活”等放权让利的办法，给予地方政府各种各样的激励，发挥地方政府的首创精神，推动家庭联产承包责任制、经济特区建设、财政包干体制等改革，激发经济活力。但近年来，中央与地方关系又不断暴露出一些矛盾，尤其是当前的地方政府隐性债务问题，背后是涉及中央与地方关系的多个制度安排不完善不合理，包括过度强调GDP的激励考核机制、财权过度集中于中央、中央与地方事权配置制度不完善等。同时，各地之间收入支出的不平衡越来越依靠中央财政的转移支付，潜藏较大的道德风险，不利于调动地方的积极性。

中央与地方关系的系统性和复杂性决定了不从财权、事权、激励机制等方面入手，仅仅依靠地方政府进行债务整顿，“头痛医头、脚痛医脚”，只会导致地方政府债务“一收就死、一放就乱”，单个领域“单兵突进”不可能从根本上解决深层次的矛盾。完善中央与地方关系，必须加强顶层设计，统筹协调推进各相关领域的制度建设。

另外，应在维护全国统一大市场的前提下，提高地方政府的财税自主权，提高地方政府收入与支出的匹配度，以便发挥地方政府的积极性和信息优势，鼓励制度创新；中央政府只进行少量必要的转移支付，以避免道德风险。

（三）房地产市场健康发展的长效机制建设

过去，房地产市场更多的是作为短期调控工具，基础性制度和长效机制建设进展不足。房地产市场与国民经济各部门联系广泛，涉及民生福利、财富分配、社会稳定等重要问题，是具有系统性、重要性的市场。正是由于与宏观经济的紧密关联，房地产一度被视为经济增长的“支柱行业”，甚至在以往的宏观调控中作为调控工具。一旦房价上涨，就会担心有风险，于是采取限购限贷等行政化手段来抑制需求；而一旦经济走弱，希望以房地产投资提振经济增长的时候，又会采取反向措施促进房地产发展。房地产政策被短期调控目标左右，而土地财政、供地制度、房产税等深层次体制机制改革未得到实质推进，“促进房地产市场健康发展的长效机制”也尚未真正建立。

房价上涨过快带来了挤出消费、挤出投资、阻碍全要素生产率提升，制约经济转型与健康发展的问题，也是重要的金融风险源头，不宜再将房地产作为宏观调控工具继续使用。为促进房地产市场平稳健康发展，应坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，探寻房价持续上涨的宏观经济影响以及结构性体制性根源，构建房地产市场基础性制度和长效机制。

但这些改革触及深层次矛盾，需要处理复杂的利益关系，必须具有改革担当、事业担当、责任担当，在关键问题上敢下决心、敢于拍板。房地产税就是明显的负面案例。房地产税于2011年开始试点，经过多年的反复论证，至今仍然难产。原因就是房地产属于各方利益的交汇点，涉及住房者、炒房者、潜在购房者之间的利益博弈，涉及挤泡沫和保稳定之间的利弊权衡，建立在各方妥协、保稳定实际上是维护既得利益格局不变基础上的改革自然是知难而缓、因难而退。然而作为现代国家治理体系和财税体制的一项重要制度安排，房地产税的缺席极大地扭曲了房地产市场的发展和城镇化进程：在西部地区和三、四线城市，房地产税作为重要的地方税种的缺失导致地方政府过度依赖“土地财政”，土地城镇化快于人口城镇化，出现“鬼城”，房地产需要“去库存”；而在发达地区、大城市，没有房地产税约束的投机盛行又导致房地产供不应求，不断上涨的房价倒逼各种严厉的

限购政策出台。同时，房地产税逐年征收、鼓励地方政府改善公共服务并吸引人口流入的良税优势无法发挥。房地产税已成为经济健康发展和风险防控的关键，新时代改革不能再畏首畏尾、拖而不决，只要经过了充分论证和评估，且有分阶段的、适当的具体安排，就应当坚决改、大胆试。

（四）处置“僵尸企业”和风险点的市场出清问题

我们需要什么样的市场经济体制？什么是“好的市场经济体制”？关键是要正确认识和处理政府与市场关系，“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。对金融机构以及金融市场体系，正确处理好政府与市场的关系尤为重要。众所周知，1998年倒闭的海南发展银行至今未完成破产清算，资产缺口仍在不断扩大，清算组仍在消耗人民银行的再贷款。这说明什么？说明金融机构的市场化退出机制仍未建立，行政干预、行政管制的偏好仍然根深蒂固，金融生态主体“优胜劣汰”的自然规则还没有完全形成，影响了金融体系的市场化出清，进而也影响了金融生态主体的多元化和生命力，其结果必然是金融体系效率逐步下降。在存款保险制度已经建立的情况下，应尽快探索建立起“优胜劣汰”的金融机构市场退出机制，强化金融机构的外部约束，促进其实现审慎稳健经营和可持续发展的重要举措。

四、改革的改革

新时代的改革不能“新瓶装旧酒”、“穿新鞋、走老路”，在属于“硬骨头”的重点改革领域，要充分吸取过去的经验教训，沿着已经明确的改革方向一以贯之。

经过近40年的改革发展，我国改革已经不再是“零基础”，而是积累了一定的经验和教训。从教训上来看，过去的一些改革存在思想上回避问题、态度上缺乏决断、认识上把握不准主要矛盾、系统性改革工程缺乏顶层设计、过度依赖短期行政手段、不允许改革“试错”

等问题。新时代改革要充分吸取教训、借鉴经验、总结规律，在改革的思路设计、决策执行、工作方式方法上做出适应新时代的转变，要直面存量问题，勇于改革决断，把握主要矛盾，完善制度建设，科学设计方案，形成良好的氛围。

明确加强具有长效、法治、公允特点的体制机制建设，避免过度依赖短期行政手段。近年来，我国的一些改革主要通过行政手段来推进，运动式色彩较浓，而具有长效、法治、公允特点的体制机制建设不足。这种工作方式固然有力度强、传导快、见效快的优点，但缺陷也十分明显。一是缺乏长效机制建设，无法从根本上解决问题，短期改革的成果难以有效巩固，一段时间后又会出现反弹，甚至可能“按下葫芦浮起瓢”。二是短期政策容易用力过猛、过犹不及。三是一些周期性、阶段性政策对长期经济改革及相关法治建设成果的冲击，可能因一次调控就改变多年积累起来的市场经济重要的基本原则。

科学合理的方案设计是改革目标得以实现的重要保障。改革政策能否取得预期效果，关键在于是否尊重和顺应市场经济的客观规律，是否全面考虑政策的期望效果及其“副作用”，是否对市场主体的预期和反应有充分估计。近年来的一些改革实践和改革方案设计不科学、不合理的问题突出，导致改革执行效果与目标南辕北辙。比如，以加强金融服务小微企业为目标，要求金融机构既要加大对小微企业的信贷投放，又要防控风险，不能增加不良资产，还不能提高小微企业贷款利率。这几大要求基本上无法同时满足，金融机构在这样的约束下，为小微企业提供信贷的动力极低。相当一部分号称“低息”的小微企业信贷，只是借助政策支持的名义，以小微信贷为通道，实际流向了地方政府的融资平台和房地产市场。又如，虽然放开了村镇银行的准入，但又要求村镇银行必须由商业银行发起设立。试问，如果商业银行有动力在当地开展金融服务，为什么不直接在当地设立分支机构，反而要合资设立村镇银行呢？这些政策明显违背常识，无法真正实现金融服务“三农”的目标。

改革时不我待。从国际来看，主要经济体都在推行结构改革，谁改革的步子走得更坚定、更扎实，谁就会在未来的国际竞争格局中占据优势。从国内看，党的十九大要求，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率。民间投资的增长速度和FDI（外商直接投资）流入在相当大程度上影响甚至决定全要素生产率，决定经济增长的质量，而能否在关键改革上有所突破，又是建立与巩固民间投资信心和FDI信心的关键。近年来，民间投资持续不振、FDI信心下降，中央高度重视，出台了多项政策，但效果有限。根本原因是我国关键领域改革进展不足，影响了市场的信心。在1994年的财政体制改革中，朱镕基同志要求，一个半月以内就要拿出初步方案，9月能够完成最后方案，来年1月1日就可以实行新体制。当前就需要这种改革速度。

改革必须勇于决断。改革一定会有阻力和风险，不能盲动，更不能求稳求全，尤其不能夸大风险、过度维稳、不敢触动既有利益格局、不敢改变现有体制机制。要有序推进改革，保持战略定力。推进改革时主要应该防范系统性风险，如果过度追求稳定，必然会使改革裹足不前，也会因延误改革最终酿成大危机。

必须确保改革方案的科学性，并在机制上保证其严格按照改革方案执行。改革方案不能以各方妥协一致为前提，更不能由利益相关方主导而偏离正确的改革轨道，或因利益博弈的复杂而停滞；改革方案不能大而化之、缺乏细节，导致似是而非，甚至与改革初衷南辕北辙。改革方案的执行要有第三方评估，确保正确的改革方案能一以贯之。

---

1. 本文系笔者于2017年11月16日在“第八届财新峰会”上的发言，原题为“新时代改革要啃四个‘硬骨头’”。

第二章

改革之道

第一节 明确问题导向

——推进新时代的改革

新时代发展目标

一、中国已经迈入大国经济新时代

习近平总书记在党的十九大报告中指出，“经过长期努力，中国特色社会主义进入了新时代。我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和我国发展的战略目标”。在这个过程中，以开放促改革的红利已经逐渐消失，那么，新的经济增长动力来自哪里？事实上，中国经济增长的动力新源泉已经开始显现。比如，经过近40年的发展，中国已经成为经济大国。随着人均GDP的增长、人民消费能力的增强，在大市场和大消费的拉动下，大国经济效应正在显现。高铁、支付宝、共享单车和网购等“新四大发明”在中国的兴起不是偶然的，在经济学意义上，这些都是以“规模经济”为发展条件，是一般小规模经济体做不了的。从国际上来看，无论是欧盟试图统一财政政策的努力，还是印度的增值税改革，目的都是消除成员国（各地方邦）之间的市场分割，促进统一市场的形成，获取大国经济效应带来的增长红利。我国早在2000多年前就完成了“书同文、车同轨”，在历史传统上比国外有更为优越的基础条件去应对国内市场分割的问题。在中国特色社会主义新时代，我们要通过完善社会主义市场经济体制，发挥好大国效应，以便更好地推动下一步发展。

二、过去的地方竞争机制不适应新时代的发展要求

改革开放以来，中国从原来的计划经济走向市场经济，取得了举世瞩目的伟大成就。其基础在于，中国是一个大国，地区间的发展差距较大，可以通过分权调动地方政府的积极性和创造力，发挥地方政府间竞争的积极作用。比如，最早的家庭联产承包责任制改革，就是

地方探索创新的成果。在中国特色社会主义新时代，解决人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，也需要地方首先试点探索，探索出一套好的经验，然后在全国推广。然而，过去以GDP增长为目标的地方竞争机制，只能激励地方政府在容易看得见的GDP指标方面展开竞争，没有办法激励各级地方政府去做GDP之外的事情。政府的职能从来不是单一的经济增长，在人均GDP接近1万美元的新的发展阶段，人民群众的利益诉求呈现多元化特征，政策目标多元化的特征因此日益突出。已有的激励机制不适应新时代发展要求的问题越来越严重，造成严重的政治、经济和社会的扭曲，这一问题必须予以正视，坚决加以扭转。

在地方竞争引发的负面后果中，近年来比较突出的问题有几方面。一是地方债务问题。庞大的地方债务在很大程度上是地方政府投资冲动的产物，地方投资冲动则是地方竞争压力的结果。为了尽可能地扩大投资规模，地方政府不得不搞“土地财政”，不得不搞融资平台，大规模举债。这使中国经济增长模式迟迟难以摆脱对房地产部门和地方政府投资扩张的依赖，公共服务的欠账也因此不可避免。二是地方政府的竞争加剧了产能过剩。在以GDP增长为核心的政绩考核体系和分税制下，以生产型增值税为核心的税收体系之下，地方政府对本地区的投资规模显示出极强的偏好，尽一切可能上项目、扩产能，并且大多倾向于将生产性投资投向重化工领域。因此，我国长期存在的产业同构化、重复建设、产能过剩等现象，不是简单的企业为谋求高利润而进入某行业的问题，而是地方政府实施地区发展战略和产业政策的一部分。地方保护主义也使价格机制无法完全发挥作用，为保本地区的GDP，地方政府通过财政补贴或政府担保为这类企业输血，使落后和过剩的产能难以淘汰，恶化了行业生存环境。三是地方政府逐底竞争，污染和资源消耗等环境成本攀升。在环保监管由地方政府负责的情况下，地方政府为了招商引资，很可能会放松对环境保护方面的监管，导致环保审批、监管失灵，水体污染、大气污染、土壤污染等日益严重。一些地方政府为了拉动当地GDP，利用财政资金对入驻工业

企业的生产用煤、生产用电实行补贴，与能源转型的目标背道而驰。四是地方保护主义大量存在，割裂全国统一市场，对大国经济效应形成了一定制约。一个比较突出的例子是，土地资源配置由地方政府掌握，缺乏全国统一的土地市场，扭曲了城镇化进程和房地产市场。西部地区，三、四线城市对“土地财政”的依赖导致土地城镇化快于人口城镇化，出现“鬼城”，房地产需要“去库存”；而发达地区、大城市受限于建设用地指标，房地产供给不足，不得不实行各种严厉的抑制需求的限购政策。

三、以三大手段化解地方竞争的负面效应

在中国特色社会主义新时代，维护现代市场秩序和地区间良性竞争，发挥大国经济的效应，既需要用制度建设来规范原来地方竞争的成功经验，又需要在经济金融领域继续进行制度探索创新，完善社会主义市场经济体制，有效化解地方竞争的弊端。

（一）调整央地财政关系，防止地方政府不作为和乱作为

财政是社会各种矛盾和利益关系的交汇点，财税体制改革是经济体制改革的突破口。防止地方政府乱作为，要加快理顺中央与地方的财政制度。只有在完善中央与地方的财政关系、提高地方政府的收入与支出匹配度的基础上，才能避免“一收就死，一放就乱”。我们要借鉴财政联邦制，地方政府的财政要相对独立，避免“一收就死”。要给予地方政府税政权。根据经济结构从生产型到消费型转变的形势，以及老百姓财富积累和财富差距扩大的趋势，地方财政收入结构要摆脱对土地价差和增值税的过度依赖，增加财产税、遗产税在地方政府收入中的占比。要给予地方政府自主举债权，放松中央政府对债务额度的行政控制，彻底打开地方政府规范融资的正门。另外，要避免“一放就乱”，要完善治理体系，提高债务信息的透明度。要发挥地方人大的作用，由地方人大决定财政收支，对地方政府预算管理形成约束。

（二）增强规则约束，促进地方政府良性竞争

在很长一段时间内，GDP的高增长是中国经济腾飞的一个标志，也是非常重要的经济指标，我们过去对GDP的重视，在一定程度上与国家的发展战略有关系。党的十九大报告提出的“两步走”战略安排，没有再提GDP翻番之类的目标。这表明，唯GDP论的价值观被放下了，相对淡化GDP目标，可以更好地贯彻落实新发展理念，着力解决不平衡不充分的发展问题。在这种形势下，中央政府应该更多地在制定和执行环保、能耗和质量等规则和标准上发挥作用，促使地区竞争中出现的环境污染成本内部化，推动地方政府开展良性的质量竞争，避免出现“劣币驱逐良币”现象。唯有如此，才能真正以市场化、法治化的手段推动供给侧结构性改革以及结构性调整。

（三）激励地方政府自觉维护统一市场

维护统一市场，不仅需要行政性的惩罚机制，还需要建立合理的激励机制，让地方政府自觉维护统一市场。中国作为一个大国，具有地区发展不平衡的特点。东南沿海地区可能有产能过剩和环保压力过大的问题，中西部地区则可能是发展不充分的问题比较突出。着力解决党的十九大报告指出的不平衡不充分的发展问题，应当坚持发挥市场的力量。比如，建设和维护全国统一的土地市场、碳排放市场，既能满足发达地区的资源环境约束，又能给西部地区带来资金，起到均衡地区发展的作用，让各地区共享改革发展的成果，削弱地方保护的倾向。

具体来说，一是要尽快建立全国统一的碳排放交易市场。我国是全球最大的碳排放国和最大的发展中国家，在全球气候问题上面临较大的外部压力。为落实国家“十二五”规划纲要提出的“逐步建立碳排放交易市场”的任务要求，2011年10月底，国家发展和改革委员会批准北京、天津、上海、重庆、湖北、广东及深圳七省市开展碳排放权交易试点，正式拉开了我国碳市场建设的帷幕。七家试点交易所从2013年年底到2014年年初陆续开始交易，从总的交易量来看，目前交

易活跃度普遍较差。一旦成功建立了统一的全国性碳排放交易体系，发达地区可以购买排放配额以获得发展空间，西部地区则可以出售多余的排放配额来获得收入。二是在中央确定的耕地保护红线内实行总量控制，同时建设全国统一的用地指标调剂市场。农业用途的土地产出价值，不会因地理位置而有太多差别，但是，建设用地承载的价值，在经济发展水平不同的地区差别很大。如果通过市场化交易机制在全国范围内调剂用地指标，在全国范围内通过交易实现地区间的占补平衡，就可以促使土地供给按照人口城镇化的空间和地理分布，优化地区间的建设用地资源配置。在突破东部经济发达地区的土地供给束缚的同时，也补偿了相对滞后的中西部地区的经济效益。中西部地区获得的建设用地指标转让收入，可能比自己征地拆迁拍卖的收入还要多，这最终也有利于促进各地区之间协调发展。

落实新发展理念[注]

党的十九大报告将“贯彻新发展理念，建设现代化经济体系”作为经济建设部分的主标题，强调“坚持新发展理念。发展是解决我国一切问题的基础和关键，发展必须是科学发展，必须坚定不移贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念”。实现“两个一百年”奋斗目标、实现中华民族伟大复兴的中国梦，必须坚定不移地在新发展理念引领下建设现代化经济体系，推动实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续的发展。

一、贯彻落实新发展理念，推动高质量发展，需要树立正确的政绩观和发展观

经过近40年的发展，过去追求的经济规模、增长速度等数量指标已经不适应当前我国社会的主要矛盾。按照中央经济工作会议部署，贯彻落实新发展理念、推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求。

目前，尽快建立新考核评价办法，彻底扭转以GDP增速论英雄的政绩导向和发展导向，有助于打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。地方政府花样翻新的违法违规举债行为背后，正是不正确的政绩观和发展观的反映。一些地方政府习惯于走依靠高负债搞建设、拉动GDP增长的老路，结果“政绩”上去了，隐含的风险也上来了。不改变以经济增长为主导的政绩观和发展观，地方政府违法违规屡禁不止的举债担保现象就不能根除，由此产生的隐性债务形成的金融风险也会逐渐累积。加快建立推动高质量发展的政绩评价体系，引导并约束地方政府树立正确的政绩观和发展观，特别是要按照高质量发展的要求，量力而行，合理融资，转变经济发展方式，着力振兴实体经济，才能促进地方经济持续健康发展。同样，不树立地方政府正

确的政绩观和发展观，就不能从根本上遏制官员以污染换政绩的冲动，就消除不了以环境换增长的现实土壤。

在宏观调控政策上，容忍经济增速在合理区间的波动，推动高质量发展，更好地统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险的各项工作，才能把供给侧结构性改革落到实处，减少公共投资中的无效、低效投资，切实管住货币供给总闸门，有效控制宏观杠杆率，守住不发生系统性金融风险的底线。

二、推动高质量发展，需要做到市场出清

要推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，需要依靠市场竞争，切实落实“使市场在资源配置中起决定性作用，更好发挥政府作用”，通过优胜劣汰，把低质量产品、低效率的企业逐出市场，做到市场出清。“僵尸企业”僵而不死、退而不出是产能持续过剩、市场难以出清、产业结构升级缓慢的直接原因。大力破除无效供给，推动化解产能，要抓住处置“僵尸企业”这个“牛鼻子”。

同时，金融体系也需要健康有序的市场出清。目前情况下，应进一步依法监管，让市场约束真正发挥作用，充分发挥存款保险制度的职能，通过优胜劣汰，把问题金融机构、“僵尸金融机构”按照市场化、法治化原则淘汰出局。不建立有效的问题金融机构的市场化退出机制，就不可能建立一个高效率的金融体系。在维护金融稳定和防范金融风险的认识上也应有所转变，过度追求短期和局部稳定，会让货币政策过度宽松，从而因小风险不处理最终酿成大危机。当然，这一过程需要有序合规，处理问题金融机构时要防止发生系统性金融风险。

三、政府部门要成为市场规则的制定者和维护者

在深化供给侧结构性改革时，必须摒弃以行政命令手段实现“三去一降一补”五大重点工作的经济思维方式，更多地强调用市场化、法治化的办法。在发挥市场在资源配置中的决定性作用时，需要用市场化、法治化的办法，也需要更好地发挥政府的作用，需要政府部门集中精力解决市场失效的地方，承担市场监管、公共服务、社会管理、环境保护等基本职责。特别是政府部门应加强对环保、能耗等的监管执法，用法制化手段引导市场行为，通过成本内部化减少外部性，为形成良性竞争的市场环境创造条件。以去产能为例，政府部门要依靠法律的、经济的、技术的手段，比如，能耗标准、物耗标准、质量标准、环保标准、安全标准等减少与淘汰落后产能。对没有达到标准的企业，要督促限期改造，以此淘汰落后产能、高成本企业。

四、以稳中求进的方式加大重要领域和关键环节的改革力度

稳中求进的工作总基调是治国理政的重要原则，要长期坚持。“稳”和“进”是辩证统一的，要作为一个整体来把握，把握好工作节奏和力度。加大重要领域和关键环节的改革力度，在“稳”的方面，要统筹各项政策，加强政策协调；在“进”的方面，要争取重点领域和关键环节有所突破，从微观机制、市场机制的角度，把国有公司治理、中央财政与地方财政、房地产市场健康发展长效机制建设等关系理顺，在关键环节有所突破。

在国有企业改革方面，在坚持以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度的前提下，提高公司治理标准、深化公司治理改革、完善现代企业制度，是深化国有资本管理、维护市场秩序、促进经济转型、提高经营效率的关键环节，也是推动国有资本做强做优做大的制度性保障。在中央和地方的财政关系方面，要从财权、事权、激励机制等方面入手，完善中央与地方的关系，加强顶层设计，统筹协调推进各相关领域的制度建设。在房地产市场健康发展长效机制建设方面，应坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，探

寻房价持续上涨的宏观经济影响以及结构性、体制性根源，构建房地产市场基础性制度和长效机制。

五、加快形成全面开放的新格局

当前，全球正处于大发展、大变革、大调整时期。在政治上，反全球化思潮涌动，保护主义和民粹主义倾向有所上升，恐怖主义、地缘政治风险等不确定性因素依然存在。在经济上，低增长、低贸易、低物价、低利率持续了较长时间，2016年年底以来，全球经济贸易有所好转。这有助于遏制民粹主义、遏制逆全球化。总的来看，对外开放面临的国内外形势正在发生深刻复杂的变化，机遇前所未有，挑战前所未有，机遇大于挑战。

目前我国是世界贸易大国，进出口贸易总量位居前列，正处在引领经济贸易全球化、推动全面对外开放新格局的机遇期。2001年加入WTO后，中国的各个领域向外资开放，冲击并没有当初预想的大，金融业就是典型的例子。通过对外开放，中国的金融机构反而提升了自身的竞争力。我国需要避免垄断部门的利益及一些民粹主义的思想，尤其是在会计、税收等领域，过多强调中国特色会使改革开放的力度不够，从而影响我国整个金融市场的发展和金融体系效率的提高。

同时，全球经济竞争日趋激烈。当前，不少发达国家也在进行结构调整。比如，特朗普的减税政策引起国际国内大讨论，为抵消特朗普的税收计划的影响，英、法、德、印度等国已采取或正在制定减税措施。全球性减税必然会对我国资本流动与吸引投资、人民币汇率产生影响，我国也面临较大的被动降低企业成本的压力。

在目前我国社会经济日益融入全球经济、国际经济对我国社会经济影响日趋加大的背景下，中国要实现高质量发展，在实体经济方面，需要为企业创造更便利的营商环境，在降低企业生产要素成本与经营成本等方面有所行动。在金融领域，中国应该顺应大势，主动作

为，以包容合作的心态，积极适应国际规则，逐步融入国际金融秩序，形成对内改革和对外开放的良性格局。

六、继续实施稳健中性的货币政策

按照党的十九大要求，今后3年要重点抓好决胜全面建成小康社会的防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战。在防范化解重大风险方面，重点是防控金融风险，促进形成金融和实体经济、金融和房地产、金融体系内部的良性循环，做好重点领域的风险防范和处置，坚决打击违法违规金融活动，加强薄弱环节监管制度建设。

2018年要贯彻落实好党的十九大精神和中央经济工作会议、全国金融工作会议部署，坚持稳中求进的工作总基调和宏观政策要稳、微观政策要活的总体思路，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，创新金融调控思路和方式，坚持质量第一，效益优化，实施好稳健中性的货币政策，切实管住货币供给总闸门，综合运用多种货币政策工具，保持货币信贷及社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提升金融运行效率和服务实体经济的能力，有效控制宏观杠杆率。按照深化供给侧结构性改革的要求，优化融资结构和信贷结构，提高直接融资比重。继续深化金融体制改革，健全货币政策和宏观审慎政策“双支柱”调控框架，深化利率和汇率市场化改革，加强和完善风险管理，守住不发生系统性金融风险的底线。加强货币政策与其他相关政策协调配合，加快建设现代化经济体系，为供给侧结构性改革和高质量发展营造良好的货币金融环境。

---

1. 本文发表于《中国发展观察》2018年第1期，原题为“以新发展理念推动高质量发展”。

四大“道德风险”㊟

中央经济工作会议明确指出，5年来，我们在实践中形成了以新发展理念为主要内容的习近平新时代中国特色社会主义经济思想。会议强调，中国特色社会主义进入了新时代，我国经济发展也进入了新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。那么从包括金融在内的各方面应该进行哪些改革呢？回答这个问题要坚持问题导向。

世界银行发布了一份报告，对全球190个经济体的营商环境进行了评估。整体来看，我国排第78位，处于中等水平。分项来看，这几年我们推进“放管服”改善营商环境，报告对我国“开办企业便利度”的排名，也就是创业环境排名是第93位，仍然低于整体排名。而我国的赋税水平排第130位，电力使用排第98位，跨境贸易排第97位，均远低于整体排名。值得重视的是，我们的金融指标，即融资可得性在全球排第68位，相比其他指标更加靠前，这说明我国改革开放近40年来，金融改革开放的步伐是坚实有效的。

我国经济要从高速增长转向高质量发展，改善创业环境十分重要，其中FDI和民间投资是反映创业环境的两个关键指标。经济从高速增长转向高质量发展，并不是在封闭的环境里，而是在开放的环境里。现在美国要减税，那么中国是不是也要减税？虽然比较来看，中国企业名义上的税收负担并不高，但是企业要素成本偏高、非税负担很重，营商环境很不好，需要通过重点领域改革来创造一个更有利于市场发挥决定性作用、更有利于民间投资和FDI的环境。

十九大报告提出了“提高全要素生产率”这样一个重要概念。中央经济工作会议提出，必须加快形成推动高质量发展的指标体系、政策体系、标准体系、统计体系、绩效评价、政绩考核。按照我的理

解，“全要素生产率”就是衡量高质量发展的重要标尺。影响全要素生产率有效提升的因素很多，大多表现在经济主体的“道德风险”问题上。在此要强调的是，要提高全要素生产率必须解决四个方面的“道德风险”问题。

一、地方政府债务的“道德风险”问题

中央和地方的财政关系问题，尤其是地方政府财权与事权的不匹配，会导致政府债务无限扩张的“道德风险”。地方政府承担着很多事权，但地方政府有没有财权？目前，在一般公共预算内，中央与地方的本级收入占比大约是“五五开”，但地方本级支出占全国财政总支出的80%以上，中央转移支付占到地方财政的40%。一方面，财权过于集中导致“道德风险”极高，地方政府不作为和乱作为的现象无法避免。另一方面，对纵向或横向转移支付的依赖会导致地方政府软预算约束和“中央兜底”预期，也会弱化地方政府对本地居民负责的意识，损害地方政府提高资金使用效率的积极性。而且在中国没有一个明确的地方政府破产的定义，在中央和地方财政关系不顺的情况下，地方政府债务的“道德风险”是无法遏制的。

二、国有企业发展中的“道德风险”问题

党的十九大报告强调国有资本这个概念，我们现在也在进行混合所有制改革、债转股改革。需要强调的是，如果没有破产的约束，任何国有企业的改革中间肯定会存在“道德风险”。如果没有破产的约束，无论是混合所有制改革还是债转股改革都不能达到完善公司治理的目标。

三、金融市场和金融机构的“道德风险”问题

近几年，金融机构在金融市场借短贷长、通过各种方式加杠杆，最后使金融市场利率上升，逼迫央行去支持、去放松流动性。2017年

以来，央行实施稳健中性的货币政策，“道德风险”问题基本解决了。接下来，必须坚持稳健中性的货币政策，才能为经济高质量发展创造有利的环境。

四、金融管理部门的“道德风险”问题

如前所述，世界银行对各国营商环境的评估中将我国的金融环境排在第68位，这一排名看似比较靠前，但实际上金融体系存在的问题很多。其中之一就是金融管理部门只重视发展而不重视监管，监管和发展混在一起产生了很多问题。一个比较极端的例子是海南发展银行20年前就已经进入破产清算，但是到现在为止，清算组还在依赖央行的再贷款。我认为，在这种问题上不能只考虑部门利益，而应站在全局的高度进行思考和改进。存款保险制度已经建立两年了，但现在的问题是，未经地方政府和监管部门同意，就不能处理这些问题机构。美国在金融危机过程中处理了500多家中小机构，并没有出现什么问题。全国金融工作会议、党的十九大都强调监管问责，如果谁都不敢揭这个盖子，何谈监管问责？我们对于很多问题的认识一定要统一到习近平新时代中国特色社会主义经济思想上去，如果国有企业体系与金融体系没有生老病死、没有退出机制，就不是有效的体系。有生老病死和市场化退出机制的金融体系才是一个有效的金融体系，才能真正服务实体经济，从而实现经济从高速增长转向高质量发展。

综上所述，推动高质量发展是当前和今后一个时期确定发展思路、制定经济政策、实施宏观调控的根本要求，要实现高质量发展，核心内容就是“提高全要素生产率”。而在当前形势下，提高全要素生产率的工作重点，是着力化解中央和地方财政关系、国有企业、金融机构以及监管体制中四个方面的“道德风险”问题，使市场在资源配置中起决定性作用，更好地发挥政府作用，坚决扫除经济发展的体制机制障碍，推动我国经济在实现高质量发展上不断取得新进展。

1. 本文系笔者于2017年12月22日在2017年金融时报社年会的发言，原题为“提高全要素生产率应着力化解四大‘道德风险’”。

高质量增长的关键

一、问题导向：新常态、新发展理念、供给侧结构性改革提出的背景

党的十九大之后，很多人都问我对中国的经济如何看。我认为2018年我国的经济有结构性的变化，很难用以前的眼光与视角去看今后5年发展的方向。现在谈谈我的初步想法：要想了解今后5年的发展方向，需要先吃透党的十九大报告的内容。党的十九大报告提出，我们现在是新常态，要有新的发展理念，今后的发展要从高速增长转向高质量增长，这就是习近平新时代中国特色社会主义经济理论。为了更好地理解这一理论，我们首先要理解新常态、新发展理念、供给侧改革这些内容提出来的背景。

21世纪初，中国启动了资本市场化改革，加入了WTO，开始经营城市。中国依靠出口和投资使经济获得了高速发展。2007年之后，次贷危机引发了全球金融危机，外部环境出现问题；2010年以后，按照社科院蔡昉的测算，我国的人口红利消失，进入刘易斯拐点；2008年，我国推出“四万亿经济刺激计划”；2013年本来想退出刺激，但由于经济出现下滑，于是又进入了新一轮刺激，在这个过程中，我国的投资效率下降，全要素生产率从之前的4%左右下降到1%左右。第一，外部经济环境变差，虽然2015年年底到2016年有所改善；第二，我国过了刘易斯拐点，人口红利消失，我们面临的问题变成了人口老龄化问题；第三，过渡时期全要素生产率下降。十八大以来提出新常态，提出供给侧结构性改革，提出新的发展理念来推动下一轮经济发展，我国的发展从高速增长转向高质量发展，这些都是有背景的，我们需要认识清楚。

二、改革是自下而上和自上而下相结合

从高速增长转向高质量增长的过程中，我们不能把以前所有的东西都否定，其中在经济方面有一点至关重要，就是改革是自下而上和自上而下相结合的。为什么我要强调这点？因为我最近研究并发表了一些关于中央的财政税收改革文章。为什么我不讲金融问题而讲财政问题？因为我们的财税改革是严重滞后的，所以带来了经济增长方式的问题、金融风险问题，以及其他一系列问题。我不是单纯地讨论财税改革问题，不是为讨论财税改革问题而讨论财税改革问题，因为改革到了这个阶段，需要改革的是政府自己，最终需要改革财税。我认为，如果不改革财税，中国要实现“两个一百年”奋斗目标是不可能的。通过运动的方式，可以暂时解决一些问题，但治标不治本。如环保问题，相关部门应该严格执法，而不只是在污染严重的时候才突击检查一下。财税制度改革也需要建立一种制度，这个制度既要调动地方的积极性，又要在统一的大的市场背景下才能成功。中国是一个大国，各个地方情况不一样，很难用一个统一的标准来解决所有的问题。比如，现在的基础养老需要国家统筹，这个统筹要用什么标准？中国各个地方的贫富差距很大，生活水平也不同。在西北地区，一个人一年只需要1000元就可以维持基本生活，在北京、上海就不可以。所以统筹的标准要根据当地的生活水平来确定，如果用同一个标准就会有问题。因此讨论问题要从实际出发，而不是从本本出发。

改革开放之初，家庭联产承包责任制是安徽小岗村自下而上的创新，因为效果不错所以在全国推广。我国改革开放之初，中央财政紧张，就放手让地方去探索新做法，地方干出成绩后再在全国推广。我在文章中曾提到，当前正是因为中央和地方的财政关系没有处理好，所以才会出现“一放就乱，一收就死”的情况。在目前的发展阶段，有两个因素需要重视：一是充分发挥地方积极性，二是建立统一的市场，这两个方面是中国从高速增长转向高质量增长的重要抓手。以东三省发展为例，大家对此争论较多，争论焦点在于东北应该发展什么样的产业。他们讨论的视角不全面，没有把东三省作为中国统一市场的一部分来看待。现在我们在土地政策上实行占补平衡，在北京、上

海等大城市周边有很多农田，但这些农田并没有真正用于农业生产，而在珠三角、长三角等制造业发达的地方，城市周边的农地污染越来越严重，也不能用于农业生产。现在的资金、劳动力都已经市场化，而土地仍受计划控制。所以说，房地产问题归根结底是大城市的土地供给问题，仍然是挤牙膏式的供给。如果我们建立一个全国统一的占补平衡的土地市场，那么东部地区的土地可以通过土地当量的交易用于城市化，东北有更多的土地用于农业生产，东部地区以市场交易的方式向东北地区付费，最终通过市场化的交易达到一个更有效率的效果。一定要把东三省的比较优势发挥出来，东三省的比较优势不是国有企业，而是肥沃的耕地。按照比较优势，通过统一市场的思维解决区域之间的竞争。反之，通过财政部门对发达地区提高税收，然后向落后地区转移支付，这样做并没有让市场发挥决定性作用。

再以新疆发展为例。“7·5”事件之后，新疆要发展的要求很迫切，各地要对口支持新疆。这是一种方式，但有没有更好的方式？事实上，新疆最大的优势是能源优势。如果建立一个全国的碳配额市场，而新疆发展清洁能源，就把碳配额卖出去，通过市场化方式解决发展问题。最近发改委也在推动建立一个全国统一的碳交易市场，但方案还没有完全出台。事实上，完全可以通过市场的方式去解决其他方面的问题，不一定通过政府的手。

我们从高速增长转向高质量增长必须抓住两个方面：一方面，要发挥我们国家统一的大市场优势，这已经在很多方面都体现出来了，例如，高铁、网购等；另一方面，中国的地区差距很大，改革开放40年的成功经验中很重要的一点就是充分发挥各个地方的积极性，在统一市场的基础上充分发挥比较优势。

三、国家治理体系现代化是经济高速增长向高质量增长转变的关键

从高速增长到高质量增长不是在一个封闭经济中进行的，而是在一个开放经济中实现的。从高速增长到高质量增长转变的核心是什

么？第一是资本，而不是资金，这一点一定要搞清楚。第二是人才。这两点非常关键。首先讲一下资本。资本主要包括两方面：FDI和民间投资。为什么党的十九大报告强调要发展多层次的资本市场？中国的金融市场里面虚假资本太多，实际上都是债，整个金融体系里面股少债多。花自己的钱应该是最有效率的，300多年前亚当・斯密就说过这句话，我觉得不需要证明。如果资本尤其是高质量的资本要流向中国，需要什么？需要好的制度。所以我们要有制度自信，但更关键的是，要完善我们的制度。通过改革开放要使我们的制度更加完善，尤其是最近一段时间强调保护民营企业家、民营资本，从而确保有一个宏观稳定的投资环境。其次讲人才，如果我们还像前两年那样通过破坏环境来发展经济，那能吸引来人才吗？显然是行不通的，所以必须要有新的发展理念，才能够理解从高速增长到高质量增长的转变。

前段时间大家讨论比较多的一个问题还有美国减税，中国怎么办？从名义税负来说，美国是从35%降到20%或21%，中国的名义税负现在只有25%，并不算高。但是不是中国企业的负担就不重呢？也不是这样，最近曹德旺谈道，中国企业的负担中，水、电成本很高，那中国的水、电这些基础的东西为什么成本高？因为这些企业不是国有企业。另一个就是土地成本很高，我们的土地是被垄断的，要素市场严重扭曲。所以说，这次中央经济工作会议提出，我们要在关键领域深化改革。其中讲到要在水、电、气等方面推动改革，房地产领域要建立长效机制，通过这些改革实际上是可以降低企业负担的。如果没有这些改革，单纯减税并不能解决真正的问题。

在开放条件下理解发展的问题，我要说到另外一个内容。世界银行每年都会公布一份关于190个国家的营商环境的报告，中国的营商环境排第78位，从这个角度看我们国家的发展差距还很大，具体来看，建设许可我们排第172位，获得电力排第98位，创业排第93位，税负排第130位，跨境贸易排第97位，获得信贷排第68位，平均排第78位，也就是说，改革开放以来我们的金融业是取得了一定成就的。

我曾参加第一财经的一个活动，其中有一个税务总局的前副局长讲，金融业占GDP的比重很高，金融业不去为中小企业服务，所以中小企业融资难、融资贵。主办方让我来评论，我认为金融是实体经济的镜像反映，实体经济中很多的扭曲都会在金融中反映出来。随着人口红利的消失、环境的恶化、过度投资导致的全要素生产率下降，这几年我们的潜在增长率已经下降了，但是政府仍然要追求高速增长，必然使大家都要追逐资金，而这些资金又刺激了房地产和基础设施，资金供不应求使价格上升，金融业获得较高利润，从而导致其在GDP中比重较高。同时还有挤出效应，地方政府、国有企业、房地产行业都去追逐资金，对中小企业、民营经济肯定有挤出效应。要解决这个问题，必须淡化GDP目标，允许金融机构根据成本、风险去市场定价，这个问题必须从机制上解决，让市场机制发挥作用。政府当然可以做一些事，比如，成立担保公司，给中小企业贷款进行担保，但担保要有预算、有折损，不能像有些地方成立担保公司就是为了赚钱。所以，中小企业融资难、融资贵的问题要通过市场的方式来解决，回到党的十八大、十九大报告提出的“让市场发挥决定性作用”、“让政府更好地发挥作用”，这才是问题的关键。

金融业是实体经济的镜像反映，我国金融业发展取得了一定成绩，但也存在很大问题。综合经营与分业监管之间的矛盾，金融业发展与监管混为一谈。在分散的债券市场上，每个部门都从自身利益出发，缺乏大局观，造成分割的债券市场、不同的监管标准和监管套利。金融企业像一般的工商企业一样应该有一个生老病死的过程，可是我国的金融机构还没有畅通的市场退出机制。如海南发展银行已经倒闭清算20多年，但问题依然没有得到彻底解决，原因是金融机构的退出机制还未建立，清算组仍然享有央行的再贷款，存在极大的道德风险。次贷危机期间，美国存款保险机构处理了500多家问题存款机构。要加强监管、监管问责，首先要保证资本的真实性，要敢于“揭盖子”。严格按照监管法规执行，要加强监管，关键是监管执行的问题。金融监管存在一个监管竞争的问题，我国存款保险公司没有处罚

权力，如果与监管部门存在竞争，监管效力就会大大加强。垄断与竞争区别很大，如何将监管规则落实才是关键。

中央经济工作会议中没提去杠杆，但实际是要去的。如何去杠杆呢？加杠杆是一个长期的结果，去杠杆也是要循序渐进的。从金融市场角度看待去杠杆问题，资管办法公布后，与预期效果不同，资金没有流向标准市场（债券市场、银行间市场），而是流向了非标市场，这说明金融机构仍然在加杠杆。因为非标市场不需要提取相应的资本及拨备，非标市场的继续繁荣说明金融行业还没有主动去杠杆。实体经济去杠杆比较好解决，比如，停止一些基建工程，地方政府资产不再扩张，负债就不会扩张，或者变卖资产偿债。国有企业通过混改、债转股也可以解决一些问题。金融行业如何去杠杆，与金融机构的激励机制及公司治理有很大关系。公司治理得不清晰是金融机构没有主动去杠杆的原因。金融机构的激励机制还是以利润为导向，而没有考虑资本约束，也没有体现审慎经营原则。银行的很多问题不是由监管机构、股东发现的，而是由审计署、巡视组发现的，这说明银行的最终出资人不明确，公司治理存在问题，监管与发展混在一起。

从高速增长转变到高质量增长，归结为一句话，关键是国家治理体系和治理能力现代化。这体现在方方面面，包括上文提到的中央财政与地方财政关系、监管体制改革和金融机构的公司治理等。十九大报告给我们指明了“两个一百年”的奋斗目标，任重道远，我们还有很多工作需要去做。

第二节 选择改革路径

——顶层设计与基层试点相结合

改革“改革方式”注

长期以来，有关房地产的问题一直是“仁者见仁，智者见智”，尤其对中国房地产市场的看法，大家的观点往往都不一样。一个重要的问题是，中国的房地产市场跟其他国家是否一样？我觉得不一样，很大程度上是因为中国政府能够采用行政手段去调控。历史上很多国家都没有逃过房地产危机，甚至由房地产问题引发了金融危机。强势政府也是一把双刃剑，好的方面是可以强力推动一些改革，或先以行政手段暂时控制住问题，再逐步建立机制解决问题；不好的方面是房地产问题主要是政府对土地市场行政干预依靠土地财政形成的。我们现阶段有没有可能把房地产市场的核心问题解决，建立长效机制，值得深入研究。

一、土地的市场化配置势在必行

讨论中国的房地产问题，首先要放在一个大的背景下，即现阶段中国经济区域分化特征比较明显。通过对比珠三角、长三角、京津冀、东北和西北地区的城市发展水平就可以看出这个问题。目前，我国的人口可以在全国范围内跨区域自由流动，城乡之间、城市之间的人口流动正在进行之中。除了城市化、区域化发展之外，我们还在大力推进乡村振兴战略，整个城市化的发展趋势可能会对房地产市场造成巨大的影响。此外，很多地方都建了地铁、高铁，这些基础设施条件的改善也会体现在房地产的价格和人口流动上。

2016年以前，不同能级城市的房价分化明显，房地产市场自然分化，房价上涨从一线热点城市依次向二线和三、四线城市传导。2016年9月以来，由于采用分类调控的方式，中国房地产市场逆向分化，一、二线城市及热点三线城市政策环境日趋严厉，呈现出限购、限

贷、限售、限价、限商的“五限”格局；而非热点的三、四线城市政策环境相对缓和，许多城市出台了“棚改+高货币化补偿”的积极去库存政策。2016年9月以来，调控城市与非调控城市间房价涨幅差异明显。调控城市房价涨幅持续回落，部分城市房价略有回落，非热点三、四线城市房价涨幅明显。这种调控方式实际上使供求的矛盾加剧了，很多情况下，一、二线城市供求的矛盾并不反映在价格上，而“量缩价稳”、推迟网签反倒会使价格失真。值得注意的是，调控房价的原因是人们买不到房子，或者虽然房子的价格低，但是车库的价格涨得厉害，加总后的价格并不低。三、四线城市的棚改、货币化补偿，消化库存，市场热度高涨，容易导致对这些地区的房地产盲目乐观。价格失真不但会误导投资者，也会误导决策者。

金融视角下如何引导居民储蓄投向值得关注。我国目前居民财富超过60%配置于房地产，远高于发达国家。如果没有对居民储蓄投向的正确引导，就会产生资产价格泡沫和系统性风险隐患，如果居民资金过度配置于房地产行业，也不利于中国经济转型、产业升级和提高竞争力。金融视角下，我国和其他国家的房屋贷款有一个很大的差别就是首付比例。我国很多城市的首付比例达到了60%甚至70%，导致我国和其他国家的房地产市场问题不一样。美国次贷危机或者其他国家出现的房地产问题往往是零首付、低首付所致，一旦房地产价格走低，首先出问题的就是金融机构，继而在整个金融体系中蔓延。而我国的房地产市场一旦出现问题，60%的首付比例对抵御金融体系风险便起了很好的作用，但过高的首付比例从社会资源的配置效率角度来说是很低的，这也是考虑我国房地产问题必须面对的现实。此外，我们应该把金融市场、城市化和房地产放在同一背景下来考虑。如今，中国的人均GDP已经超过了8000美元，在这个经济发展阶段，居民的财富开始快速积累。有人提出了金融周期对房地产有什么影响的问题，这个问题值得深入思考。例如，当前一、二线城市严格调控，三、四线城市政策相对缓和，在这种背景下供求矛盾必然加剧。如此一来，居民的资金流向三、四线城市，这是泡沫以另外一种方式在体现，如果没有

一个长效机制，只能“按下葫芦浮起瓢”，只是把一些问题暂时掩盖了，并没有真正地解决房地产的问题。

土地错配和低效率使用阻碍了城市化的进程。从需求侧来看，城市化始终是支撑房地产市场的主要力量，近年来我国的城市化进程由“城镇化”转向“都市化”。大致在2012年之前，中国的城市化体现为“城镇化”，即人口向城镇集中，大城市、中小城市之间人口流向的速度没有系统性差异。此时，城市住房需求总体上升，带动城市房价总体上涨。2012年以后，中国的城市化开始从“城镇化”向“都市化”转折，人口加速向大城市和特大城市集中，而中小城市人口流入速度相对缓慢。由于不同能级城市人口流入速度出现分化，房地产市场需求力量产生差异，房价增速出现分化。2011年以来，一线城市、重点二线城市常住人口同比增速远高于三、四线城市，其房价涨幅也大大高于三、四线城市。如果我们用小学生在校人数与房地产市场进行分析，就很容易看出来，人口的流入与房价的上涨密切相关。但是，从供给的角度可以看出，城市化布局失衡，土地错配和低效率使用，形成房地产供给的人为约束；行政干预过多，一、二线城市居住用地占比过低，工业用地占比过高。不同能级城市之间土地供给力度存在差异。2004年全面实施土地招拍挂制度以来，地方政府垄断了土地供给权，土地出让收入又是地方政府重要的收入来源，土地供给实际上是非竞争性、非市场化的，土地招拍挂制度也应随着土地市场化和房地产税等长效机制的建立而改革完善。

建立一个全国城乡统一的土地当量市场势在必行。人口更多地向一、二线城市流入，但是土地的供给更多的是在三、四线城市，并且人口流入越多的城市，土地供应越少。可以看出，怎样让土地市场既保持18亿亩的耕地红线，又让土地市场供给更加市场化，能够适应中国的城市化、区域化发展，提高土地使用效率，是房地产市场改革的一个很重要的方面。人口在向长三角、珠三角等一、二线城市流动，而房地产政策调控最严的也是这些一、二线城市。但政策调控的问题在于，调控方向从增长的角度来说是遏制这个城市经济的自然发展。

中国经济要从高速增长转向高质量增长，就应该让更多的资源按照市场化的方式去配置。在很大程度上，我国人口已经自然流动，资本也已经实现市场化，但土地依然是行政调控，行政调控的土地市场自然会造成很多错配。关于土地的市场化改革问题，我们10年前做了一项研究，是关于在全国建立一个统一的土地当量市场。我国当前土地的一个重要问题是，许多城市或地区有很多闲置耕地，例如，北京郊区、上海郊区以及广州等地都出现了这样的现象。这是因为，我们要保证18亿亩耕地红线，如果建设用地占用了耕地，就需要把其他土地变成耕地，即占补平衡。实际上，由于不允许跨区域占补平衡，城市周边的耕地并没有用于工业化、城市化，也没有真正地用于农田开垦，所以造成了土地的浪费。如果我们可以建立一个全国统一的土地当量市场，各地区的土地计量标准一致，把所有土地能生产的粮食用当量的概念转换一下，土地便能够以市场化的方式获得更好的经济发展资源。如此一来，全国各地可根据各地比较优势进行发展。最近已允许全国范围内实现占补平衡，但遗憾的是相关的全国性的土地交易市场并没有建立起来。

二、房地产税对于建立房地产市场长效机制至关重要

目前，国家对一、二线城市的房地产问题已经不能够完全用市场化的手段来解决。近期，国家陆续提出通过租赁房、租售并举等措施建立房地产市场的长效机制。然而，除了通过租赁住房解决租房的问题以外，实际上还有一个更重要的问题就是，房地产税的出台会打破房地产只涨不跌的市场预期，作为房地产市场长效机制的重要组成部分，我们应当把它放在更加突出、更加重要的地位来看待。

作为地方财政收入的重要来源，征收房地产税对理顺中央与地方政府关系、优化房地产财税体制、减少地方政府对土地财政的依赖和投资冲动、积极向服务型政府职能转变、建设环境友好型和资源节约型社会，具有非常重要的意义，也是健全我国房地产宏观调控长效机制的重要手段。早在2003年，党的十六届三中全会就提出了“条件具

备时对不动产开征统一规范的物业税”政策目标，房地产税改革列入了“十一五”规划纲要和“十二五”规划纲要。十八届三中全会将房地产税改革纳入“立法先行”轨道，明确提出“加快房地产税立法并适时推进改革”。为此，2015年6月，十二届全国人大将房地产税立法工作列入五年立法规划“条件比较成熟、任期内拟提请审议的法律草案”的第一类项目。2016年3月公布的“十三五”规划纲要进一步提出“完善地方税体系，推进房地产税立法”。

住宅用地使用权以及与之相关的房地产税制度安排是一国产权保护的直接体现。住宅用地使用权与房地产税密切相关。综观世界各国，绝大多数发达国家都开征了房地产税，房地产税也是这些国家主要的地方税种，在地方政府税收收入中占有较高的比例。这些国家往往对产权更加尊重，对私有产权保护，对权力有制衡。相反，不发达国家、法制不健全的国家无法规范地开征房地产税。能否成功、平稳地开征房地产税，影响到中国能否成功地跨越“中等收入陷阱”，在市场经济的道路上再提升一个高度。

对全球房地产税的总体分析表明，房地产税是各国不动产税最主要的税种，占不动产税比重平均在90%以上；房地产税是各国地方政府稳定可靠的收入来源，占地方政府税收平均近40%；房地产税占GDP的比重较小，税收负担相对较轻，OECD（经济合作与发展组织）和非OECD国家房地产税占GDP的比重分别为1.05%和0.395%；历史数据表明，房地产税占GDP的比重持续稳定，能够促进房地产市场平稳发展。通过对美、英、日、韩和中国香港的比较分析表明，房地产税适合不同类型中央地方关系安排的国家和地区，既适用于以美国为代表的完全分权型国家，也适用于适度分权型和中央集权型国家；从功能定位来看，房地产保有环节税收收入是地方政府重要的收入来源，与公共服务水平直接关联；从征税对象和范围来看，各国房地产税税基范围广泛，税源充足；从计税依据来看，主要采用房地产评估价值和租赁价值作为计税依据；从税率设定来看，各国差别较大，但大多赋予了

地方政府一定的灵活性；从税收征管来看，普遍对公共房产、居住用房实施减免和优惠，具有完备的评估及争议处理机制。

三、房地产税等试点长效机制措施应通过地方试点，竞争优化趋同方式实现

目前，党中央国务院已就房地产市场平稳健康发展明确要求，应坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制泡沫，又防止房价大起大落。近期，部分城市相继推出租售并举、租购同权、共有产权住房以及农村集体建设用地可以进入租赁市场等试点工作，一定程度上推进了住房租赁市场的发展，提高了住房供给的弹性。但由于中央地方财税关系尚未理顺，土地市场化改革未推进，户籍、社保、医疗、教育等配套措施并未完全跟进。总的来说，这些探索对抑制房价上涨过快有一定的作用，但依然属于辅助性政策，仍需要从根本上解决房地产市场的结构性、体制性问题。其中，房地产税是一个重要的政策措施。

房地产税既然这么重要，在党的文件、政府的文件中被多次提及，那么为什么迟迟推不出来呢？我认为，很大程度上是因为我们在改革方式上出了问题。我们在讲房地产税重要性的时候，可能有一些学者会举很多反例。例如，日本和韩国推出房地产税以后，房地产市场从此进入了多年的萧条期。很多文献以日本、韩国为例和中国进行对比，我认为这是不具有可比性的。日本和韩国已经完成了城市化进程，完全定型了，跟我们并不处在同一个阶段。目前这种毕其功于一役的方式推进房地产税，即自上而下决定房地产税，决策者事实上很难做出决策，只能依靠先立法来解决，从立法到出细则至少是多年后的事了。由此可见，我国房地产税改革在改革方式上出了问题。

中国这么大且发展不平衡，各地情况比较复杂，在推进改革的过程中，一方面，国际上很难提供成熟的经验；另一方面，国家内部发展很不平衡，城市和农村、东部和西部、工业农业和服务业发展非常

不平衡。房地产税改革可能造成的影响很大，决策层不容易下决心。因此，改革往往应从小范围开始，而且要强调改革是一种允许“试错”的过程，可以先试点，如果发现问题，吸取经验教训，有些措施可以取消，有些措施可以修正，体现为一个不断探索的过程。

改革是一个学习的过程。一开始即便是自认为设计周密的改革，在具体实施时也会发现，设计方案总会有一些缺陷。在试点过程中，就得到了学习和认知的积累。这样，以后就能知道如何更好地去设计与推动下一步以及其他领域的改革。因此，要有一个允许试错的改革环境。我们很多的改革“只许成功，不许失败”，即便是改革中出现了问题，也要通过其他方式加以掩盖，这就导致改革的相关经验无法推广，教训也没有得到充分汲取。

有人认为，房地产税的改革要先立法，只有先立规矩，才能按照新的规则更好地推进改革。但问题是，还没有开始做，怎么知道该如何去立规矩呢？有人提出可以借鉴国际经验。的确，在某些领域，我们可以从国际上借鉴相关的规则经验，甚至可以“抄”一部类似的法律。但就房地产税而言，中国这么大，内部发展这么不平衡，而且还是一个转型经济体，所以很难确保借鉴国外的法律能真正适用。

我国房地产税试点的条件已经相对成熟。对房地产市场来说，位置和区域是最重要的。这样一个市场最适合各个地方去搞试点，这是现阶段可以做的事。如果选中国的一个城市做试点，无论是上海、北京或者其他地方，一旦出现问题，对中国经济不会有那么大的损害，风险是可控的。同时，房地产税作为地方税种，地方政府有试点的积极性。可以在中央“顶层设计”的框架下，地方政府依据各地差异化的位置和区域开展“基层试错”。如果不愿发动地方试点，各地方政府都将矛盾上移，中央就很难做出一个真正的决策。这里提到的房地产税并不是像现在上海、重庆实施的这种，它们不是真正意义上的房地产税。

房地产税作为房地产调控长效机制的重要内容，政策方向非常明确。从当前我国的实际情况来看，加快推进房地产税改革的基本条件已经具备。目前，应采取“宽税基、低税率、可负担、含存量、逐步实施、激励相容”的原则，加快推进房地产税改革。“宽税基”是指征税对象应涵盖全部房地产，体现公平原则；“低税率”是指税率设置应简单易行，不应过高，如在0.2% ~ 1.0%并由各地自行决定，以便执行；“可负担”是指应按一定标准设定免征额，如人均30 ~ 60平方米的免征面积，以降低居民负担，提高征税效率；“含存量”是指房地产税征收范围应同时包含增量和存量房地产，而不是像重庆和上海等地的试点中只在增量上做文章，将房地产税征收与交易环节挂钩，以有利于居民代际公平，促进存量房供给；“逐步实施”是指房地产税应采取先试点再推广的改革步骤，在推出首批试点具体方案的同时，明确逐步全面实施具体期限，以有效引导市场预期；按照“激励相容”的原则，可将房地产税试点与地方发行市政债规模挂钩，逐步增加以房产税作为市政债偿债来源的比重，更好地激发地方推进改革的积极性，推动改革走向深入。此外，还应理顺房地产税同建设、交易环节税费的关系。随着房地产税逐步推开，要同步下调建设和交易环节的税费，维持合理税负水平，完善有利于居民持续换购住房的税收政策。

中国40年改革开放的一个成功经验是分散决策、地方制度适度竞争、优化趋同，只有通过试点，才能够在推行过程中知道当前推进房地产税究竟有什么样的问题，什么样的措施是合适的，什么样的措施是不合适的。先“自下而上”，再“自上而下”，二者相结合，才能成功，改革也容易推进。通过竞争优化趋同去推进房地产税和其他房地产的政策措施，才能够找到适合中国特色的长效机制。很多长效机制措施都是从国际经验得出来的，这样的长效机制究竟是否适合中国国情以及各地情况需要格外注意。事实上，一、二线城市房价已经过高，不能完全依靠市场化方式解决房地产问题，但不代表三、四线城市不可以主要依靠市场化方式解决房地产的问题。现阶段提出的很多

长效机制，需要找一些城市和地区把这些机制都试一下，观察会出现什么样的问题，只有这样才能真正推进住房制度的改革。事实上，除了房地产之外，养老、医疗和教育等方面的改革也应以这种方式推进。

---

1. 本文为作者在2018年4月15日CF40（中国金融四十人论坛）双周内部研讨会第206期“住房制度改革与长效机制建设”上所做的主题演讲。

增强养老金体系可持续性

我国养老金缴费率过高，损害了企业的竞争力，降低社保缴费率是“降成本”的重要任务。从历史来看，养老金缴费率偏高的主要原因是建立社保制度之前的老人没有缴费，并且政府没有承担制度转轨成本，“视同缴费”政策的财务负担完全转嫁给了实行新制度之后的在职人员，导致养老金费率难以下调。旧制度下的低福利做法是形成庞大的国有资产的重要来源，用国有资本划转的办法弥补养老金历史欠账是最恰当的。2017年底，国务院印发《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，决定按照10%的比例划转部分国有资本充实社保基金。根据养老金体系可持续运营需要，未来应研究提高国资划转社保的比例。此外，做实养老金个人账户，开展养老金投资运营，也是增强我国养老金体系财务可持续性的重要对策。我国基本养老金制度采用的是DB型现收现付体系，不适应当前人口老龄化加剧的形势，未来应转向发展DC型基金积累制的养老金体系，做实个人养老金账户，既能以长期投资方式分享经济发展的红利，又有利于发展直接融资市场，还有利于增强机构投资者稳定金融市场的能力。在各地区发展不平衡的现实条件下，对比全国统筹与地方负责两种养老金管理模式，前者会引发地方政府的道德风险，后者更强调地方政府的责任和自我约束，更有利于维持养老金体系的长期可持续性。在我国国有资本“分层所有”的情况下，加上“治理半径”的存在，地方统筹的社保体制更有利于落实国有资本划转充实社保基金的政策。当前我国的支付体系高度发达，为建立“各省分散负责、跨省流动就业分段缴费、退休地累计发放养老金”的制度提供了基础，由地方政府负责养老金事务不会影响劳动力的自由流动。未来无论养老金投资运营机构由哪个部门批准设立，其参与资本市场的投资活动均应接受证监会统一监管。

一、养老金费率过高，影响企业的竞争力

1986—2005年，我国养老保险制度经过多次改革，形成了目前的制度。在改革过程中，养老金缴费率一路上升。1986年出台的《国营企业劳动合同制暂行规定》规定总费率为18%（企业缴费15%）；1995年出台的《关于深化企业职工养老保险制度改革的决定》规定总费率为26%（企业缴费23%）；2005年《国务院关于完善企业职工基本养老保险制度的决定》规定总费率为28%（企业缴费20%）。无论是与OECD这类发达国家相比，还是与主要的发展中国家相比，中国养老金费率均处于全球最高水平之列，达到了与人口结构不相称的程度。

养老金高费率成为阻碍中国经济向好的“绊脚石”。过高的养老金费率让企业陷于两难境地：逃费违法；按规定缴费，人力成本太高。在劳动力市场供给下降、劳动力成本急剧上升的当下，降低养老金费率成为降低企业成本的一个重要突破口。然而，从目前情况来看，由于很多省份养老金收支状况恶化，一旦费率降低，必然会加剧养老金体系收支不平衡的情况，这是另一个两难的选择。

二、降低养老金费率，必须划拨国资充实社保基金，偿还社保制度转轨的历史欠账

历史与制度因素导致我国社保和养老欠账太多，基本养老保险制度历史债务偿还机制缺失，政府一直没有偿还转制成本。我国的社会养老保险制度建立得比较晚，是从1997年开始逐步建立的，在此之前企业和职工并没有养老保险缴费，而这些职工进入新的养老保险体系后，是视同他已经缴过费来对待的。1997年建立社会统筹与个人账户相结合（统账结合）的部分积累制度时，政府没有承担转制成本弥补老人未交费造成的缺口，而是按照以支定收的原则，通过制定养老金高费率由企业和职工来承担。在职一代既要通过代际转移支付赡养已经退休的一代，同时又要为自己的将来做准备，从而造成了后代人必须提高缴费率。实际上，即便养老金费率如此之高，企业交的统筹基

金仍然不够用，个人账户的资金也被挪用为退休人员发放养老金，个人账户空账成为一笔隐性债务。个人账户空账运行意味着现行所谓“统账结合”的养老保险制度实质上是一个总费率高达28%的现收现付计划。

划拨国资充实社保基金是最合理的出路。1997年以前，职工没有养老保险缴费，实际上使企业的成本不真实，扩大了国有企业的资本积累，形成了巨额国有资产。只有通过划拨国资充实社保，弥补当年视同缴费而造成的养老金历史欠账，才有条件降低社保缴费率。实际上，2003年，十六届三中全会《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》就已经提出，采取多种方式包括依法划转部分国有资产充实社会保障基金。在十八届三中全会的《决定》中，再次提出了“划拨部分国有资产，充实社会保障基金并适时降低社会保险费率”的改革任务。

未来国资划拨社保还应加大政策力度。2017年11月，国务院公开印发了《划转部分国有资本充实社保基金实施方案》，其中明确，中央和地方国有及国有控股大中型企业、金融机构纳入划转范围，划转比例统一为企业国有股权的10%，股权分红及运作收益专项用于弥补企业职工基本养老保险基金缺口。过去有专家估计认为，如果划拨国有股成功，养老金缴费率可以下降3 ~ 5个百分点。目前，划转工作尚未完成，养老金缴费水平也没有下调。未来应当以养老金缴费率作为国资划转社保成效的指标，研究进一步加大划转比例。

三、做实个人养老账户，开展养老金投资，发展直接融资市场，也是维持养老金体系可持续性的重要途径

按照给付方式分，养老金制度可以分为DB和DC两类。DB型计划是先确定职工的退休待遇，依照精算原理，根据将来需要支出的养老金来确定各年的缴费水平。DC型计划是先确定缴费水平，资金计入个人账户，交给金融机构投资运营，雇员退休时根据个人账户基金积累值领取退休金，投资风险全部由职工个人承担。中国是DB型，养老金发

放是政府的刚性支出义务。人力资源和社会保障部数据显示，2015年公共养老基金的资金需求为3.97万亿元，到2025年，预计将会激增到7.28万亿元。

按照筹资模式分，养老金制度可以分为现收现付制（Pay-as-you-go）和基金积累制（Funded Fully）两类。中国名义上采取了“统账结合”的部分积累模式，但实际上是现收现付制，个人账户是空账，资金已被挪用于发放当期的养老金，在人口老龄化背景下不可持续。社科院世界社保研究中心撰写的《中国养老金精算报告2018—2022》指出，2018年全国城镇企业职工基本养老保险每5个人中就有1个人不缴费，而到2022年则变成每4个人中就有1个人不缴费；2018年将由超过2个缴费者来赡养1个退休者，而到2022年则需要不到2个缴费者赡养1个退休者。

近年来，我国学界、政策讨论的养老体制改革重点是国有资产收益划拨社保、延迟退休等措施。未来，养老保障制度还应当突出做实养老金个人账户，使账户产权更为清晰，实现“多缴多得”的正向激励。逐步做实养老金个人账户意味着养老保障体制从现收现付制为主向基金积累制为主转变，养老保障的待遇标准从DB型为主向DC型为主转变。

发展基金积累制的DC型养老计划有“一石三鸟”的政策效果。一是强调个人的养老责任，实现个人养老责任和收益的良好互动。二是将家庭部门的短期储蓄变成“长钱”，发展直接融资市场，有效支持“去杠杆”。据估算，2020年我国GDP将达到100万亿元，家庭金融资产将达到200万亿元。按照家庭资产负债表结构，30%的家庭资产将用于养老，资金规模大概为60万亿元。其中第三支柱个人账户留存的资金约为40万亿元。如果交给专业机构运营，假设配置20%进入股权融资市场，那么资金约有8万亿元。只要科学、综合、审慎地配置在股权融资中，就可以形成“长钱”，实现养老基金长钱和企业股权融资的期限的匹配，是企业部门去杠杆的重要驱动力。三是发展机构投资者，

增强金融市场的稳定性。长期以来，我国的资本市场散户多、波动性大、炒作风气浓，削弱了资本市场的吸引力和服务实体经济的能力。机构投资者具有信息优势、规模优势，有较为专业和科学化的投资决策模式，行为更接近于有效市场假说中的“理性经济人”，其市场地位的提高将有利于促进金融市场健康稳定发展。

四、继续实行地方统筹，符合我国地区发展不平衡的基本国情

养老金体系收支情况的地区差异较大。数据显示，基金累计结余在各省之间的差距显著，还有进一步分化的趋势。一方面，广东、北京等东部高积累省份基金规模继续升高。人社部社保管理中心发布的《中国社会保险发展年度报告2016》显示，2016年广东城镇企业职工养老保险基金累计结余7258亿元，占全国总结余的19.6%。累计结余超千亿元的地区还有北京、江苏、浙江、山东、四川、上海、山西、安徽。这9个地区共计结余2.61万亿元，占全部累计结余的70.6%。另一方面，东北、西北部分省份结余耗尽风险加大。《中国社会保险发展年度报告2016》显示，2016年，养老金当期收不抵支的省份增至7个，分别为黑龙江、辽宁、河北、吉林、内蒙古、湖北、青海。社科院《中国养老金精算报告2018—2022》预计，2018—2022年“收不抵支”省份的个数为13 ~ 14个。

短期来看，全国统筹虽然可以增强调剂基金余缺的能力以应对人口老龄化较为严重的地区的养老金收支缺口，但是长期来看道德风险比较明显，不利于养老金体系的长期可持续性。对养老金有结余的发达地区来说，没有“多缴多得”的激励机制，会损害缴纳养老保险的积极性。对欠发达地区而言，如果预期可以将养老金支付责任转嫁给中央政府，则会违规增加领取养老金待遇的人员。实际上，部分地区已经出现突击扩大领取养老金人数范围的现象。比较而言，地方负责的模式尊重地区经济发展水平差异较大的现实国情，养老保险缴费与退休待遇领取之间激励相容，更有利于维持养老金体系的长期可持续性。

五、继续实行地方统筹，有利于尽快落实国有资本划转社保基金的政策

从国有资本历史形成看，庞大的国有资产是老一辈工人“低工资、低福利、高积累”的成果。在2003年之前，由于扭曲的会计制度，国有企业的成本和职工的工资等均受到严格限制，畸高的账面利润很多是人为制造出来的，是对国有企业职工发放低工资以及在医疗、养老、住房等领域的欠账所形成的，这些账面利润又被用于投资。因此，为了弥补政府对医疗、养老、教育等领域的历史欠账，应多从国有资产划拨社保基金方面想办法，这是当前各界的主流意见。

将部分国有资本划转社保，有利于改善国有企业的公司治理结构。众多案例表明，国有企业50%以上股权控制在中央或地方财政管理部门手里，存在重大公司治理缺陷，往往会造成国有资产的重大损失。在很多市场竞争较充分的行业，以做大做强国企为名，大量运用公共财政资源而不注重公司治理，只会浪费公共资源；相反，如果把做大做强国企的着力点放在完善公司治理与相对控股，同样能实现做大做强国企的战略目标，并能腾出更多的公共财政资源用于民生短板。

“分层所有”的国有资本管理体制决定了地方统筹的社保体制更有利于落实国有资本划转充实社保基金的政策。在我国中央和地方财政分灶吃饭的情况下，中央管理的国有资本与地方管理的国有资本应是分级所有，按“谁出资谁所有”原则，由各级政府分别行使国有资本所有权，履行出资人职责。即使是全民所有制，例如，国有资本划转充实社保基金，其最终的实际受益人也不会是全民整体，依然是一个分层的概念。在我国国有资本“分层所有”的情况下，加上“治理半径”的存在，落实国有资本划转充实社保基金的政策需要地方统筹的社保体制配套。

六、在地方统筹制度下，通过提高养老金的可携带性，不会影响劳动力自由流动就业

中国是特大国，一省的人口和土地面积往往大于一个世界中等国家，中国的养老金制度设计很难找到可供参考的国际经验，因此应根据发展不均衡的大国国情，以自主设计为主。如果要进行国际比较，则只能参考大国经验。例如，欧盟提高养老金在各成员国之间可携带的做法值得我国借鉴。在欧盟统一市场内，各成员国一定程度上可以视为地方政府，由于各成员国的生活水平差异巨大，建立“大一统”的社会保障制度不切实际。在各国根据自身情况制定不同养老保险政策的前提下，《欧共体1408/71号条例》和《欧共体574/72号条例》等“欧盟社保法令”提出了六项规定，增强养老保险在各成员国之间的可携带性，确保各成员国的“个体行为”不会对在区内自由流动的人员产生消极影响。（1）暂时冻结。缴费人从A国迁徙到B国，以前的养老保险记录将由A国保留，而他在A国的历史缴费既不会转移给B国，也不会支付给他本人，这部分历史缴费将暂时“冻结”，直到他达到退休年龄，再按照规定标准向其发放。（2）分别支付。只要当事人加入某个成员国的养老保险计划超过一年，那么该国就必须在其退休时向其支付养老金。（3）比例支付。养老金的多少将根据当事人在该国参加养老保险的时间来计算。参加时间越长，领取的养老金就会越多。（4）最后接管。当事人退休前所工作的最后一个成员国将负责“接管”当事人在各成员国那些零散的（少于一年）养老保险期限。（5）累计计算。如果欧盟公民在一国参加养老保险的时间没有达到该国要求，那么他在其他成员国参加养老保险的时间也将计算在内。（6）居住地无关。养老金的领取资格与缴费人是否在支付国居住、在欧盟或者欧洲经济区居住都没有关系。所有的养老金必须按时全额支付，不得有任何形式的扣减、更改或拖欠。

参照欧盟的做法，我国在实现基础养老金全国统筹之前，可继续实行地方统筹。同一个居民在多地就业后退休，其统筹账户养老金待遇实行“各省分段缴费、分段计算待遇、集中发放养老金”。这种安排既可以提高劳动力市场跨地区就业的灵活性，又能够提高人们参加社保体系的积极性，扩大社保覆盖面，完善社会安全网。关于个人账

户的转移问题，可在中央基本要求和原则框架内，由省级地方政府负责个人账户制度设计，包括转移规则。实际上，在互联网大数据时代，中国的支付体系已经达到世界先进水平，完全具备“分段计算，归集发放”的技术条件。

七、发展养老金投资运营，金融监管体系要分工合作

投资收益是补充养老金体系最具可行性的资金来源。养老保险基金收支的压力越来越大，需要靠“开源、节流”来实现养老保险制度可持续发展。增加养老金体系的资金来源主要有三个途径：一是提高缴费标准，但是与“降成本”的政策相冲突；二是国有资本划转社保基金做大战略储备，这牵涉许多利益主体，需要较长的时间；三是把已经归集起来的养老保险基金搞投资运营，获得投资收益，是目前最可行的措施。

以往的养老金投资政策过度追求“安全性”，受限于投资品种太少，收益十分微薄。过去，我国社会保险基金结余，除了留足一定期限支付外，只能购买国债和存银行，年化收益率只有3%左右。相比之下，2007—2017年，房地产的累计收益率高达766%，黄金的收益率为106%，沪深300指数收益率为97%，企业债指数收益率为78%，上证50指数上涨58%。上海2006年挪用社保基金的案件，一定程度上可以理解为地方政府追求养老保险基金结余更高收益率的尝试。

放宽养老金投资限制的步伐正在加快。2012年3月，广东成为首个地方养老金投资入市的试点省份，此后逐步扩大试点。2015年8月，国务院印发了《基本养老保险基金投资管理办法》，实现了基本养老保险基金投资政策的突破，正式允许各个省份委托全国社保基金理事会管理其养老基金。到目前为止，已经有九个省跟社保基金理事会签订了委托投资合同，委托投资的金额是4300亿元，除了九个省签订合同以外，目前西藏、甘肃、浙江、江苏也计划委托投资运营，可以增加投资金额约1500亿元。

针对养老金投资运营，金融监管体系要分工合作。养老保险基金投资监管根据养老保险基金政策发展而发展。最初的第一支柱基本养老保险基金没有市场化投资，养老保险基金管理基本由政府财政部门担任，无须金融监管。随着第二支柱补充养老保险计划的发展，养老保险基金市场化投资得到快速发展，养老保险基金投资监管应运而生。在第三支柱个人养老计划中，参加群体分散化，投资标的多样化，养老保险基金投资监管的要求进一步提升。从世界范围看，养老保险基金监管总体经历了由“机构监管”向“功能监管”的转变。为保持金融监管的一致性，韩国、澳大利亚、日本等由金融监管机构统一监管，韩国是由金融监督管理局负责，日本是由金融厅负责，澳大利亚是由审慎监管局负责。在我国银、证、保分业监管体制下，应当按照“同类业务适用同等监管”的原则，针对机构准入尽快建立统一的规则。养老金投资运营机构参与资本市场的“行为监管”应由证监会负责，维护养老金投资运营的安全性，保护金融消费者权利。

第三节 确定基本原则

——处理好政府与市场的关系

市场出清与全面深化改革[注]

改革开放以来，我国市场经济体制逐步建立，政府直接参与经济活动的范围和程度逐渐缩小，资源配置基本由市场决定，宏观调控框架也能够保证宏观经济基本稳定。2008年全球金融危机后，我国推出的“四万亿经济刺激计划”虽有利于短期经济稳定，但随着政府在经济活动中的作用日趋增强，多年来政府与市场关系此消彼长的发展趋势在很大程度上被逆转。在危机后一个时期，凯恩斯主义式的危机应对政策的常态化倾向，演变为系统性偏松偏软的宏观政策：实体经济调控中强调总需求管理的刺激政策，金融市场管理中刚性兑付和市场救助倒逼货币发行，结构性矛盾日趋严重，结构性改革一再拖延。

在中央做出经济发展进入新常态的判断时，传统经济增长方式已难以为继，杠杆率已在短期内迅速抬升，宏观经济效率也已大幅下降。从经济学史看，经济运行效率下降、结构因素凸显，以及宏观经济政策在促增长和防风险（控杠杆）中松紧两难，实际上是长期实施凯恩斯主义式的刺激政策所带来的后果。而走出当前困境的唯一出路，就是彻底反思凯恩斯主义式的刺激政策所带来的结构性矛盾恶果，在管住货币总量的同时，坚定持续推进供给侧结构性改革，真正让市场在资源配置中发挥决定性作用，通过市场出清，实现结构调整。

一、市场出清和需求管理：宏观经济学的恒久争论

市场能否自主出清以及政府应在其中发挥何种作用，是几个世纪以来贯穿经济思想史的核心论题。

自亚当·斯密出版《国富论》以来，基于对市场自发力量的不同信仰和对相关制度的不同假设，不同的经济学流派给出不同的答案，

不同时代背景下出现过计划与市场之争、凯恩斯（Keynes）与哈耶克（Hayek）之争等。现代经济学常把“市场能否自主出清”作为经济理论模型和经济政策讨论的关键假设。从分析技术看，“市场出清”主要是指价格能否灵活地调整以使供给和需求自动平衡；从深层机制看，“市场出清”实际上是指相关生产力（厂商生产活动包括技术设备等）、消费行为甚至相关制度能否比较灵活地进行调整；从体制改革看，政府能在多大程度上推进改革以创造必要的制度条件从而保证市场机制的有效运行，是“市场出清”的制度条件和改革含义。

按照是否相信市场能够自发进行充分的调整，最终实现市场出清，不同时期的经济学说史大致包含三类不同的经济学理论流派（见表2.1）：一是基于自由主义和市场信仰的古典和新古典不干预主张；二是基于动物精神和需求管理的凯恩斯主义政府干预主张；三是专注结构改革的西方供给学派和我国供给侧结构性改革政策主张。

表2.1 经济学说史上的三大经济学理论流派

三大流派	主要思想	理论依据	政策取向	中国实践
古典和新古典主义	基于自由主义和市场信仰主张不干预	坚持市场可以自主出清，工资和价格将引导资源配置重置，具有自我调节功能	政府是市场的“守夜人”。“通货膨胀归根结底是个货币现象”（政府政策是造成非合意扰动的根本原因）；在经济主体“理性预期”下，任何政府干预政策都会被公众的合理预期所抵消而无效。经济是一个自发过程，市场利率与均衡利率的偏离是造成经济波动的原因，因而应避免人为的货币和信用扩张来压低市场利率，否则资源将被进一步错	改革开放初期，主要是从无到有培育市场机制

			则资源将被进一步错配，阻碍经济向均衡状态重新调整	
凯恩斯主义	主张政府干预	由于动物精神、价格黏性、信息不对称、不完全竞争等，市场无法自我出清	当投资预期恶化时，需要政府降低利率刺激有效需求，以实现经济的均衡增长；主张政府政策逆周期调控，通过赤字财政等降低失业率	2008年以来，实施较积极的宏观调控来刺激增长，通过增量扩张来消化存量矛盾
供给学派	专注结构改革	相信市场自发调整以及市场自行出清，调整政府行为	去除妨碍市场有效运行的供给侧结构性改革，限制政府对经济活动的行政干预和政府性经济活动，为私人经济腾挪空间，为市场机制和市场微观主体更好地运行创造条件	中央提出经济新常态的战略判断后，启动供给侧结构性改革，加强市场在资源配置中的决定性作用

基于自由主义思潮的一派坚持认为市场可以自主出清因而反对政府干预。自由主义思潮及建基于此的新古典主义经济学，认为市场具有自我调节功能。在市场受到冲击时，短期内工资和价格能够灵活调整以使市场自我出清，长期中工资和价格将引导资源配置进行重置以实现社会福利水平最大化，从而政府作为市场（制度）的“守夜人”总体上不应干预市场运行。以美国经济学家弗里德曼（Friedman）为代表的货币主义继承了新古典经济学的衣钵，进一步强调市场具有内在的自动稳定性，指出货币供应量的变动是引起经济活动和物价水平发生变动的根本的和起支配作用的原因。“通货膨胀归根结底是个货币现象”，就是说政府政策是造成非合意扰动的根本原因。而理性预期学派则更极端地认为，在经济主体的“理性预期”下，任何政府干

预政策都会被公众的合理预期所抵消，因而任何性质的政府干预政策都将是无效的，要保持经济稳定就应该听任市场经济的自动调节。

与自由主义思潮针锋相对的是以凯恩斯主义为代表的政府干预思潮，后者认为短期内由于价格和工资调整具有不同程度的黏性，以及动物精神和羊群效应等因素，市场往往无法仅靠自身力量达到出清，政府需要在总需求不振的情况下积极进行干预，才能实现社会福利水平最大化。凯恩斯在分析大萧条期间持续的经济衰退和高失业时指出，市场供求不会自动平衡，且经常存在“总需求小于总供给”、有效需求不足的现象，因此在经济萧条时政府应积极干预，通过扩张性的经济政策弥补有效需求的不足。以萨缪尔森（Samuelson）为代表的新古典综合学派延续和发展了凯恩斯的经济思想和政策主张，主张宏观政策要“逆风向而行”，通过赤字财政降低失业率。以斯蒂格利茨（Stiglitz）为代表的新凯恩斯主义（New Keynesian，简称NK）则从微观层面的菜单成本、价格黏性、不完全竞争、信息不对称等角度，为凯恩斯主义干预思想提供了基础。

从学术起源来说，凯恩斯（1936）宏观经济学一方面与新剑桥学派的现金余额说的货币数量论（Pigou，1917）有密切的关系，另一方面主要源于与奥地利学派有密切联系的瑞典学派的开创者维克塞尔（Wicksell，1898）的自然利率理论。在庞巴维克（Böhm-Bawerk，1884）资本理论的基础上，维克塞尔认为市场利率与自然利率的偏离是经济波动的根源，在充分就业条件下偏离均衡的投资将被迫面临损失而最终被市场出清。在维克塞尔的基础上，缪尔达尔（Myrdal，1939）给出了有关自然利率的完整定义：一是自然利率是与实物资本收益率或生产率相符的利率；二是自然利率是能够使资本供给与需求（储蓄与投资）相符的利率；三是自然利率是使物价保持中性（既不上涨也不下跌）的利率。凯恩斯（1930）指出，由于作为均衡条件的储蓄与投资（事后）必然相等，古典经济学中可贷资金理论没有区分货币市场和产品市场，凯恩斯（1936）提出了流动性偏好理论，将自然利率的理解转向第一层含义。当收入增加时，由于边际消费倾向递

减，收入增长将快于消费增长，但当投资预期恶化时（储蓄导致的投资增加引发资本边际效率下降），由于投机性货币需求和流动性偏好的作用，市场利率无法充分下跌，因而投资无法完全弥补储蓄缺口，储蓄无法全部转化为投资，从而造成有效需求不足，因而需要政府降低利率刺激需求，以实现经济的均衡增长。

虽然都源于维克塞尔（1898），但哈耶克等奥地利学派经济学家得到了与凯恩斯截然相反的理论和政策建议。与维克塞尔有密切学术渊源的米塞斯（Mises，1912）在门格尔-庞巴维克分析方法的基础上，开创性地将以边际效用主观价值分析为主的奥地利学派扩展至货币问题，使货币同微观理论结合起来，认为经济周期的高涨主要是因为利率过低引起暂时性资源错配。哈耶克（1935）进一步扩展了米塞斯对经济周期循环的分析，在迂回生产方式下将生产分为最终消费品和各种中间品的生产，中间品生产越多（迂回生产越复杂），对资本和货币的需求也越多，时间偏好与市场利率越容易发生偏离而引发经济波动。如果不存在人为的货币信用扩张和利率变动，时间偏好率的变动将使利率自发变动，迂回生产过程将自发调整以保证经济均衡，经济也不会出现波动。从米塞斯和哈耶克有关经济波动和周期循环的理论可以发现，时间偏好决定储蓄（即资本）的供给，迂回生产过程决定资本需求，借贷资本供求一致（储蓄与投资相等）的利率也就是经济的均衡利率。只要货币利率等于均衡利率，利率对物价的影响就是中性的，而这与维克塞尔自然利率的第二层含义是一致的。奥地利学派基于主观效用边际分析方法和对古典经济学的信念，认为经济是一个自发过程，市场利率与均衡利率的偏离是造成经济波动的原因，因而应避免人为的货币和信用扩张来压低市场利率，否则资源将被进一步错配，阻碍经济向均衡状态的重新调整。

20世纪30年代，哈耶克和凯恩斯的著名论战以凯恩斯（1936）和“二战”后主张政府干预需求管理的传统凯恩斯主义的全面胜利暂时告终。战后西方国家长期实行凯恩斯主义政策，宏观经济实现了较长时期的平稳持续增长，但繁荣景象背后是受到普遍忽视的结构性矛

盾。直到20世纪70年代石油危机后滞胀的出现，终使凯恩斯主义一筹莫展，以供给经济学兴起为背景，里根和撒切尔推行了包括减税、私有化、削减福利等旨在限制政府干预、恢复市场活力的经济改革政策。经济思想和政策的改弦更张最终使西方世界走出滞胀泥淖，重新实现经济增长。供给经济学及其经济政策的关键在于，基于对市场自发调整以及市场自行出清的坚定信念，着眼于旨在去除妨碍市场有效运行的供给侧结构性改革，限制政府对经济活动的行政干预和政府性经济活动，为私人经济腾挪空间，为市场机制和市场微观主体的更好运行创造条件。这虽与我国当前的供给侧结构性改革含义不同，但着眼于供给侧推进结构性改革，加强市场在资源配置中的决定性作用，是其共同特点，也是其区别于传统凯恩斯主义需求管理政策的主要特征。

二、反思凯恩斯主义：我国当前情况并不“特殊”

近几年来，随着我国经济发展面临的产能过剩、杠杆率高企等结构性矛盾日益显现，我国经济发展进入新常态。这些现象并非我国经济发展所特有，实际上是长期实施凯恩斯主义式的经济政策的一般后果，源于对凯恩斯主义的过度迷信：寄希望于通过积极的宏观调控来刺激增长，通过增量扩张来消化存量矛盾。

2008年全球金融危机后，我国出台了“四万亿经济刺激计划”，在全球范围内率先复苏。刺激政策的反复使用、非常规政策常规化虽有利于短期经济稳定，但不仅不能解决问题，反而可能恶化固有的经济结构矛盾。长期过度依赖总需求管理来维护宏观稳定，不仅破坏了市场机制在传递信息、形成激励、资源配置、收入分配等领域的基础性功能，也导致在弥补市场失灵、提高市场配置资源效率等方面需要更好发挥政府的作用，体制机制建设进展缓慢，结构性矛盾积小成大，直至逼近“增量改革”逻辑成立的极限，才被迫正视拖延已久的供给侧结构性改革的重要性和紧迫性。

首先，杠杆率高企是过度刺激政策激化结构矛盾的综合反映。一是整体杠杆率不高，但上升速度较快，而实际上杠杆率水平与经济危机关系并不大，杠杆率上升速度与经济危机紧密相关。二是非金融企业部门杠杆率突出，风险集中。三是金融业的杠杆率攀升，存在风险隐患。

从货币政策看，由于我国以银行信贷间接融资为主，货币扩张首先以债务扩张的形式表现于实体经济部门的资产负债表，因此，用宽松的货币政策刺激增长必然以杠杆率攀升为代价。从财政政策来看，以投资为主的政府支出扩张直接表现为公共部门的高储蓄率，并通过以债务为主的融资体系形成对其他部门的债务，来推升杠杆率，因此财政刺激也必然存在导致杠杆率上升的副作用。

其次，“僵尸企业”是监管宽松和宏观调控软弱的必然结果。“僵尸企业”一词源于对日本经济增长长期停滞的研究。近年来，这一概念被引入对我国产能过剩行业的研究分析。“僵尸企业”僵而不死、退而不出是产能持续过剩、市场难以出清的直接原因。2016年，中央经济工作会议就此指出，去产能“要抓住处置‘僵尸企业’这个‘牛鼻子’”。

宽松的货币政策是“僵尸企业”形成并维持生存的重要条件。在低利率的条件下，银行能够提供更多的利率优惠条件，使高负债企业能够较轻松地支付利息。银行掩盖坏账损失的不良动机是“僵尸企业”存在的直接原因。宽松的金融监管纵容银行从事“僵尸借贷”，这是“僵尸企业”大量存在的政策推手。由此可见，“僵尸企业”大量存在的背后不仅是产品市场没有出清，金融市场也没有出清。在“僵尸企业”僵而不死、退而不出的情况下，货币宽松实际上首先为“僵尸企业”输血，对正常的企业投资生产形成挤出效应，无法推动新旧增长动能转换。

最后，过度刺激政策在固化结构矛盾的同时，也带来了效率下降和贫富差距扩大的问题。我们一系列旨在“稳增长”的政策调动的主

要是国有投资，民间投资占比则不断下降，但投资回报率则恰好相反。2016年，国有及国有控股企业、私营企业的固定资产投资完成额分别为21.3万亿元和18.8万亿元，前者多于后者；而同期规模以上工业企业中，国有及国有控股企业、私营企业的利润总额分别为1.2万亿元和2.4万亿元，前者仅为后者的一半。在投资回报率和投资增速明显错配的格局下，必然是越刺激投资增长越快，效率下降越快。

过度刺激政策的另一后果是资产价格上涨，从而进一步扩大了贫富差距，这违背了全面实现小康的目标。根据北京大学中国社会科学调查中心发布的《中国民生发展报告2014》报告，中国的财产不平等程度在迅速升高，2012年我国家庭净财产的基尼系数达到0.73，顶端1%的家庭占有全国1/3以上的财产，底端25%的家庭拥有的财产总量仅在1%左右。

三、供给侧结构性改革：充分发挥市场的“决定性”作用

面对我国经济运行中存在的突出矛盾，党的十八届三中全会明确指出，进一步厘清政府与市场边界，要“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”，坚定不移地推进供给侧结构性改革，更加充分地发挥市场的决定性作用，改革完善市场导向的宏观调控体系，在管住货币总量的同时，通过市场出清实现结构调整。

中央提出的“三去一降一补”供给侧结构性改革，在破解结构性难题方面已经取得显著进展，我国经济结构调整向好迹象明显，使市场在资源配置中更好地发挥决定性作用已经具有较好基础。2016年，我国最终消费支出对经济增长的贡献率为64.6%，比2015年提高4.7个百分点。服务业增加值增长速度继续快于工业，2016年，第三产业增加值占GDP比重为51.6%，连续两年超过50%。2016年，一般贸易出口占比为53.8%，贸易方式结构有所优化。同时，创新对经济发展的作用增强，我国专利申请量在全球的占比上升很快。节能降耗成效较突出，2016年单位国内生产总值能耗比2015年下降5.0%，水电、风电、核

电、天然气等清洁能源消费比重比2015年提高了1.6个百分点。此外，新成立的企业数量再创历史新高，就业总量也不存在问题。

（一）推进供给侧结构性改革要保持战略定力，不能因改革阵痛而浅尝辄止，更不能改弦更张

去产能方面，要从处置“僵尸企业”入手，坚定地淘汰落后产能。去库存方面，关键是建立促进房地产市场健康发展的长效机制，因城因地施策，重点解决三、四线城市房地产库存过多的问题。去杠杆方面，要在控制总杠杆的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重，当务之急就是要加快推进国有企业改革、中央与地方财税体制改革、理顺价格机制等来有力地改变激励机制。降成本方面，要加大简政放权力度，降低各类交易成本，特别是将“营改增”的减税效应落到实处。补短板方面，既要补发展短板，更要补制度短板。统筹推进“三去一降一补”的同时，不能让机械的GDP增长目标束缚政策手脚，确保经济增速在一定目标之上不是最重要的，关键是社会就业状况；汇率水平本身不那么重要，关键是汇率机制要有弹性。如果不实事求是、因势利导，而是机械地、固执地坚持教条，只会强化扭曲，这些扭曲最终要么反映在房地产业、过剩产能和金融市场的问题上，要么反映在汇率波动和资本流动上。在维护金融稳定和防范金融风险的态度上，也应有所转变。“防范金融风险”主要是防范系统性风险，如果过度追求短期和局部稳定，必然会让货币政策过度宽松，反而会导致小风险不处理最终酿成大危机。

（二）改革完善宏观调控体系，管住货币政策总闸门，实施稳健中性的货币政策，保持流动性总量基本稳定，是推动供给侧结构性改革和防范系统性金融风险最重要的先决条件

在我国经济转型期企业和金融机构普遍存在预算软约束问题、宏观调控框架体系计划经济色彩依然明显的背景下，偏松偏软的宏观调控政策往往会导致结构性问题进一步加剧，这是转型国家长期执行凯恩斯主义式的刺激政策所造成的后果。推进供给侧结构性改革，让市场在资源配置中发挥决定性作用，要求我们从宏观调控框架和具体政

策实施两个层面硬化约束。一是改革完善宏观调控框架，构建以间接调控为主，与市场在资源配置中发挥决定性作用相适应的宏观调控框架。现行宏观调控体系具有鲜明的计划经济或转型经济特征，发改委居于“三驾马车”宏观调控框架的主导地位，通过国民经济发展规划、产业政策、投资政策、消费政策、价格政策以及微观干预政策来实施宏观调控，往往是“投资计划在先，财政投资随后，金融部门配合”，这样的调控框架有利于大规模实施凯恩斯主义式的刺激政策，但与市场配置资源要求和市场经济改革方向背道而驰。宏观调控框架改革的方向，就是要真正将十八届五中全会和“十三五”规划精神落到实处，“完善以财政政策、货币政策为主，产业政策、区域政策、投资政策、消费政策、价格政策协调配合的政策体系，增强财政货币政策协调性”。二是实施稳健中性的货币政策，管住货币总闸门，为供给侧结构性改革创造适宜的货币环境。

多年以来，在凯恩斯主义刺激理念和零风险绝对稳定理念指导下，受经济下行压力较大、金融市场出现较大波动等多种原因影响，我国货币政策在实施上稳健略偏宽松。从经济结构和宏观效率看，一味宽松货币政策无异于饮鸩止渴，不仅不能从根本上解决结构性矛盾，反而可能进一步扭曲和固化结构性问题；从防范系统性金融风险和金融危机角度看，零风险目标下通过发行货币救助金融产品、稳定金融市场，往往最终导致系统性金融风险，是金融危机的致乱之源。诸多金融危机的案例表明，系统性风险的形成大多有极其相似的线路图：持续宽松的货币政策伴随着信贷的易获性，导致信贷过度扩张和资产价格上扬相互刺激，进而引发资产泡沫和金融危机。

（三）推进公共财政改革，硬化地方政府约束

我国财政政策建设投资色彩明显，包括地方政府融资平台和国有企业在内的广义政府性经济活动近年来不断扩张。过去10年的经验表明，政府经济活动持续越位和扩大，虽然有利于宏观经济的短期稳定，但其严重的结构性矛盾和效率下降问题已十分严重。为了深入推

进供给侧结构性改革，让市场在资源配置中发挥决定性作用，就要按社会主义市场经济的逻辑转变政府职能。一是推进更加彻底的公共财政改革，推动建设财政向公共财政转型，公共财政的核心是财政尽量不直接参与经济建设和市场活动，主要为维护市场提供必要的公共物品和公共服务。要主动限制财政及其他广义的政府经济活动，为市场的培养和发展拓展空间，使社会融资更多地流向企业和个人，把投资机会和风险让渡给市场，使市场参与主体在分散决策、试错与创新中发现新的经济增长点。二是硬化地方政府预算软约束。改变地方政府财政竞争和GDP考核竞争机制，革除土地财政依赖症，从根源上消除地方政府投融资和盈利冲动。培育地方主体税种，深入研究财产税的实施路径，全面改革资源税，加快推进消费税改革，加强地方政府公共服务能力建设，使地方政府具备与其职责相匹配的财权与财力，摆脱对土地财政的依赖。通过地方政府债务证券化以及加强监督，促进地方政府财政透明度建设。地方政府负债限额和预算细则除需本级人大通过之外，还应由上一级政府监督审核。

（四）大幅放宽民间资本进入垄断行业的市场准入

放宽民间资本准入，不仅有利于传统行业去产能，发展新经济，也有利于遏制民间资本减少国内投资、大幅增加境外投资的趋势。尽管中央出台了一系列文件，但一些垄断行业的市场准入关卡仍然难以逾越。一些基础设施领域的民间投资占比，低的不到5%，高的仅有30%。部分领域即使开了一道口子，背后还有一扇扇“玻璃门”、“弹簧门”、“旋转门”。应该抓紧制定出台大幅放宽电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等领域市场准入的方案和政策措施，制定出台支持民间资本进入养老、健康、家政、教育培训、文化教育等服务行业的具体办法。同时，实施更具包容性的财税政策、产业政策，营造公平的竞争环境，创新垄断行业与民间资本的合作机制，避免“只让出钱、不让发言”的不平等合作方式，依法做到同股同权。

1. 本文发表于《财新周刊》2017年第21期。

政府的战略定力

当前，经济发展中最主要的问题是，短期宏观调控政策用力过猛，而供给侧结构性改革措施的落实和执行力度在有些方面尚不到位。供给侧结构性改革不到位很重要的一个原因是，很多政府官员对供给侧结构性改革理解不到位，不清楚如何推动供给侧结构性改革，在供给侧结构性改革中存在“打左灯往右转”的情形，他们打着供给侧结构性改革的旗号，实际上采用的仍然是计划经济的手段。在去产能过程中，相关政府部门习惯开会制订计划，给不同的地区、企业分配任务，下达指标。行政化去产能必然导致市场机制不能真正发挥决定性作用。在市场价格不能发挥引导作用的情况下，以所谓的“供给侧改革的方法”（实为计划手段）推动去产能，必然会导致产能大起大落和过剩产能的反复，同时导致价格起伏不定。政府应该以市场化、法治化的手段来推动供给侧结构性改革，应该更多地集中在制定规则和标准，并严格执行这些标准和规则，这样才能消除过剩产能，淘汰落后企业，降低杠杆率。

在我国经济转型过程中，保持战略定力非常重要。习惯以GDP指标来评价经济发展、以传统行业来看问题，导致我们对我国经济的认识存在偏差。

第一，我国经济转型已有向好的迹象，在这种情况下，过度关注增长目标，反而会加剧矛盾，固化原有的结构性问题。目前，在简政放权和鼓励“双创”背景下，我国经济结构进一步优化。最终消费支出对经济增长的贡献率为64.6%，比2015年提高了4.7个百分点。服务业增加值增长速度继续快于工业，2016年第三产业增加值占GDP比重为51.6%，连续两年超过50%。2016年一般贸易出口占比为53.8%，贸易方式和结构有所优化。同时，创新对经济发展的作用增强，我国专利申请量在全球的占比上升很快，2015年达到13.8%，2016年1 ~ 10月进一

步上升至17.7%。节能降耗成效较为突出，2016年单位国内生产总值能耗比2015年下降5.0%，水电、风电、核电、天然气等清洁能源的消费比重比2015年提高1.6个百分点。此外，新成立企业数量再创历史新高，就业总量也不存在问题。

上述一系列迹象表明，我国经济已出现向好的迹象，在这种情况下，应该更多地让市场发挥决定性作用，政府应该更多地在制定和执行规则和标准上发挥作用，真正以市场化、法治化的手段推动供给侧结构性改革以及结构性调整。从2016年经济情况分析可以看出，过度刺激的经济政策使资金仍然流向了那些过剩产能行业，从而固化了结构性矛盾，以所谓的“供给侧改革”来刺激经济，实际上是以政府的手来操纵价格，并没有真正反映市场的情况。关于房地产的去库存，目前主要是以短期行政性政策来控制房价上涨，从中长期来说，政府仍然需要用房地产税和土地供给制度改革来真正解决问题。对金融市场上的去杠杆问题，不仅要靠货币政策来解决，更需要在货币政策之外深化改革，包括国有企业改革、中央和地方财税关系改革以及金融监管体制改革等。当然，货币政策也应引导市场主体主动去杠杆。此外，也不能让机械的目标束缚政策，影响推进供给侧结构性改革。

第二，对人民币汇率的波动也要有一定的容忍度。前一段时间，人民币汇率稍有波动就引起很多人的担心。中国人民银行研究局基于宏观经济模型分析后发现，如果人民币兑美元汇率一次性贬值5%，实际与名义出口将分别一次性增长0.14%和4.76%，一年累计增长分别达到0.35%和4.51%。如果名义有效汇率一次性贬值5%，实际与名义出口分别一次性增长0.15%和5.06%，一年累计增长分别达到0.37%和4.8%。如果实际有效汇率一次性贬值5%，实际与名义出口将分别一次性增长0.18%和6.28%，一年内累计增长分别达到0.46%和5.93%。从基本面来看，影响人民币汇率走势的主要是经常项目，资本项目在短期内会影响汇率走势，但其在某些程度上更容易受预期和心理因素影响，波动性也比较大。当前我国国际收支大体平衡，我不认同人民币汇率面临巨大调整的观点。不过，人民币汇率的变化富有弹性及外汇市场的完

善整体上有利于我国经济的稳定增长，合理范围内的人民币汇率调整是正常的。

第三，在维护金融稳定和防范金融风险的态度上，也应有所转变。“防范金融风险”主要是防范系统性风险，如果过度追求金融稳定，必然会使货币政策过度宽松，反而会导致小风险不处理最终酿成大危机。关于风险，在国际上应关注美联储快速加息对全球金融市场带来的风险，在国内应关注金融市场去杠杆过程中的风险。很多人喜欢把特朗普时期和里根时期的经济政策相比，但实际上两者有很大的不同：里根时期的财政赤字占GDP比重只有20%，特朗普时期则占到100%以上；里根时期是高通胀，通胀率达到9%以上，特朗普时期的通胀率较低；里根时期的经济增长水平很低，特朗普时期的经济增长率为3%左右。在这样的情况下，如果进一步以基础设施投资和减税来拉动经济增长，会出现什么情况呢？从中长期看，美国依靠IT（信息技术）业拉动经济增长的动力已经衰减了，生物科技和其他高科技行业对经济增长的拉动作用还没有开始。原来指望能大展拳脚的页岩气，由于石油价格因素，实际上并没有成为拉动经济的动力。尽管美国企业的盈利状况有所好转，但是劳动参与率在下降。所以耶伦在一次演讲中曾提出，美国经济要保持一定的泡沫，维持一段时间低利率，才能让更多的劳动力进入劳动力市场。但是目前经济和金融市场中已存在泡沫，资金也从债券市场向股票市场流动。2008年以后，在金融市场不断加杠杆的情况下，现在股票价格已经够高了，快速提高利率会对整个金融市场带来什么影响，值得我们深思。当然，美联储的政策空间也不大。同样，近年来，我国金融市场中一些金融机构不断加杠杆，博弈中央银行救助金融市场波动的投机行为愈演愈烈，在引导金融市场主体去杠杆的过程中，应避免市场主体的道德风险，稳定市场预期，推动市场主体主动去杠杆。

第三章

改革之法

第一节 用战略思维把全局

新时代的经济与金融

一、解读十九大报告

我最近认真学习了十九大报告，其关于经济方面的论述创新之处主要有两点：一是乡村振兴战略，二是国有资本授权经营。我也看了一下党的十八大以来的文件，发现十九大报告对十八大以来所取得的成绩进行了肯定。2016年中央经济工作会议上，习近平总书记对十八大以来的成绩有了基本的判断，他的判断是改革的“四梁八柱”已经确定。十八届三中全会提出财政是国家治理的基础和重要支柱，科学的财税体制是优化资源配置、维护市场统一、促进社会公平、实现国家长治久安的制度保障。必须完善立法，明确事权，改革税制，稳定税负，透明预算，提高效率，建立现代财政制度，发挥中央和地方两个积极性，改进预算管理制度，完善税收制度，建立事权和支出责任相适应的制度。十九大报告提出，要加快建立现代财政制度，建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政制度，建立全面规范透明、标准科学、约束有力的预算制度，全面实施绩效管理，深化税收制度改革，健全地方税体系。我们的财税体制改革目标已经非常明确，但是实际上最主要的几项改革都没有实施，尤其是直接税、地方税体系，这是个很大的问题。金融是实体经济的镜像反映，财税体制改革的滞后性会导致很多金融风险，比如，现在的房地产问题、地方债务问题，如果没有相应的财税体制改革是不可能解决好的，也就是说，蓝图已经明确，但是“硬骨头”我们现在还没有啃。

金融领域也是一样，党的十八届三中全会提出完善金融市场体系，当时我们觉得金融领域好像没有什么问题。但是经过前两年我们提出一系列问题之后，发现并不是那么回事。党的十九大也提出要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济的能力，提高直接融资比重，促进多层次的资本市场健康发展，健全货币政策、宏观审慎政策

的双支柱调控框架，深化利率汇率市场化改革，健全金融监管体制，守住不发生系统性金融风险的底线。十九大之后，怎样落实全国金融工作会议提出的三大任务，即金融服务实体经济、防范系统性金融风险和深化金融改革，是我们面临的重要问题。怎样设立金融稳定发展委员会也是个难题，因为金融体系在很大程度上已经是跨界综合经营，但是监管体制仍然是分业经营。另外，中央银行现在虽然强调防范系统性风险，但是中央银行并没有监管权等，一系列问题应该怎么去落实，新一届政府必须重构一个现代金融体系，来适应中国经济的转型，也要适度防范风险，这是落实十九大报告精神需要解决的一个问题。

也就是说，十九大之后，我们的目标实际上是宏伟的，但是很多的东西还没有做，市场对问题的解读也不尽相同。有的人认为十九大报告很好，但是也有人认为现实的问题仍然复杂而棘手。以房地产为例，如果房地产税不推出来，你有没有胆量做这件事。地方政府债务方面，现在的中央和地方财政关系是“一放就乱，一收就死”，能不能像1993年、1994年建立分税制那样，重构中央和地方的分税制。包括整个金融体系也是一样，尽管全国金融工作会议已经开过，但是我们现在仍然没有看到真正的改革，诸多政策还在细化过程当中，最后如何推进还要讨论。我在公开场合讲过，十九大之后，党中央、国务院虽然把忠诚、敢于担当的同志放在了重要岗位，但是最终还是要看他们能做出什么成果。

关于金融领域的问题，尤其是前段时间大家比较关注的金融市场波动比较大的问题：一方面，目前的高杠杆算是稳住了，无论是金融市场还是宏观杠杆率都没有降低，都只是稳住了而已；另一方面，劳动生产率在2008年之后有持续下降的趋势，杠杆处于高位，这就约束了宏观经济政策的空间。当然十九大报告提出我们的经济增长不是追求量而是追求质量，新动力三位一体，如何做到这一点是个问题。当然也有一个积极的特征，即我们的外部环境变好了。也有一些经济学家测算，危机之后外部环境对我们经济增长的贡献是零或者负值，现

在贡献率是超过一个百分点，所以为经济转型创造了非常好的外部环境。但是也存在一个问题，我认为它在给我们带来好的外部环境的同时，也给我们带来了无形的压力。为什么这样说？我曾与纽约大学的战略问题专家交流，他问了我一个问题，说2016年的时候，大家都担心人民币的汇率问题，为什么后来就没有这样的担心了？而且大家当时都在担心中国的经济增长，为什么后来不再担心这样的问题了？他让我简单概括一下原因。我说很简单，2016年是由于房地产的刺激，2017年是因为外部环境的变化。他一听就明白了。大家都知道，尽管金融危机之后美国的经济增长已经快恢复到危机之前的水平，但是它的劳动生产率在危机前每年的贡献率是1.9%，而在危机后到现在仅为0.3%。从某种程度上来说，它的这种增长仍然是宽松的货币政策带来的，它的劳动生产率还没有提高，所以我对人民币汇率、资本流动在目前的阶段并不是很担心。但是如果特朗普最近在搞的税制改革成功了，同时因为原来IT对它的经济拉动周期已经过去了，而新的生物科技、人工智能对它的经济拉动起来的话，如果中国劳动生产率仍然没有提高，我们就丧失了非常好的开放和改革的时间窗口，也就是说想要实现十九大报告所提出的目标，跨越“中等收入陷阱”，从外部环境来看已经丧失了最好的时机。

我认为从大的环境来说，中国和美国都在搞结构性改革，谁改得彻底，谁的劳动生产率就提高得快，不光对其内部，对全球经济格局也有影响，对人民币汇率、对全球资金流动也是有影响的。我们对这个问题一定要有深刻认识，如果没有这个认识，我们就没有改革的紧迫性，这是有问题的。

我们对上文提到的全要素生产率做了测算，2007—2015年，全要素劳动生产率从4.37%下降到1.36%，2016年开始回升，2017年上半年上升到1.61%。虽然这种回升有供给侧结构性改革的因素，但是上升得比较慢。所以对这样的问题，我们要有清醒的认识。十九大报告讲了“一个核心”的问题，说到底就是提高全要素生产率。我认为，在经济领域，最核心的一点是，要实现质量、效益、新动力的“三位一

体”，根本的问题就是提高全要素生产率，而要提高全要素生产率，首先要淡化GDP。十九大报告也确实淡化了GDP，但是淡化GDP和金融是什么关系？淡化了GDP，就必须同时淡化M2（广义货币），淡化社会融资规模。如果名义上淡化了GDP，仍然强调M2增长，仍然强调社会融资规模的增长，实际上是变相地强调了GDP，变相地强调了刺激，必然会导致全要素生产率下降。也就是说，货币政策要稳定重心，不稳定重心肯定是有问题的。关于这个问题，前一段时间也有人在媒体上讲，我们要去杠杆，去杠杆就要降低利率。但是去杠杆并不仅是利率的降低，因为杠杆率是企业负债率比资本回报率，所以杠杆率的变化并不仅仅取决于资产负债率，还取决于资产收益率，如果资产负债率下降，但是资产收益率下降得更快，那么杠杆率仍然是上升的。比如，这几年，我们规模以上工业企业的资产负债率从2016年以来是稳中有降，但是这几年以债务和GDP治理衡量的杠杆率上升得更快。降低杠杆率可以减少企业的财务成本，提升投资回报率，但是也会刺激企业增加负债，扩大投资。只有在资产回报率上升的同时，资产回报率上升速度大于名义债务扩张速度，降息才有利于降杠杆。同时，追求GDP的增长还容易加速资产泡沫。所以去杠杆的关键还是要维持稳健的货币政策，否则仍然回归刺激的话，资产负债率在下降的同时，可能资产回报率下降得更快，这时候杠杆率仍然会上升。所以去杠杆的关键还是推进供给侧结构性改革，强化债务约束，减少资产负债率，提高全要素生产率。但不是说利率越低越好，也不是说为了去杠杆把利率提得越高越好。因为现在的杠杆率很高，同时劳动生产率在下降，所以我们的政策选择空间是有限的，如果利率够高，提高得够快，可能还会出现债务通缩的风险；如果利率过低，又会产生泡沫。所以说要在两者之间取得平衡，这个时候从货币政策角度来说是非常难以把握的。只有把握好这个度，才能把这个问题处理好。

二、展望“新时代”的中国经济与金融

对2018年来说，我们首先要考虑的问题是房地产和地方政府债务问题。十九大之前，各个地方政府是通过行政手段来控制房价，但是也不能永远靠行政手段，总要有相关政策的出台。

我认为，首先要改变一个预期——中国的房价会永远上涨的预期。要改变这样的预期，就必须实施房地产税。当然也有人说，1994年韩国实施房地产税以后，韩国房地产市场从此一蹶不振。韩国的例子能不能简单地拿来解释中国的问题，我认为仍然值得探讨。因为1994年的时候韩国已经完全城市化了，中国现在仍然还在城市化的高速发展阶段，我们可以在个别地方试点房地产税，对整个社会的预期都会有很大的影响。如果没有房地产税的实施，现在通过多措并举，通过发展租赁市场，也能满足一部分人的刚需，但它依然没能从根本上解决问题，所以这也取决于领导人有没有这样的魄力和战略定力来做这件事。对2016年来说，可能有关部门都不愿意做，大家对这个问题都不敢拍板。我觉得我们仍然需要努力推进房地产税的实施。或许可以先在个别一线城市试行，当然，具体怎么做依然要考虑清楚，比如，实施房地产税的同时放开限购还是怎样。要有配套的政策出台，而且税收是要可承担的，并不是说你不交这个税，马上就会面临什么处罚措施，而是如果你不交税，将来你的房子就不能卖、不能继承。不一定要通过暴力手段来施行，可以通过更人性化的手段来做这件事。

其次，地方政府债务问题。尽管2017年地方政府基础设施投资对经济增长的贡献比2016年小一点，但也是很重要的方面。如果我们严格落实50号文件和87号文件，那2018年的基础设施增长是什么情况，对整个经济增长的贡献比能达到多少？如果没有中央和地方有效的财政关系，中央和地方的财政关系到现在还是“一收就死，一放就乱”，当然会有实施的过程，但是怎样过渡？金融风险和财政风险之间究竟怎样处置？这个问题也值得考虑。

最后，十九大报告最关键的一点是提高全要素生产率。提高全要素生产率，除了我讲的货币政策和刚才提到的几个问题，还有一个必须考虑的问题就是要有市场创新。没有市场创新，全要素生产率是无法提高的，而市场创新也是需要我们通过改革创新才能做到的。我们现在的“僵尸企业”、金融机构、地方政府、监管部门是利益共同体，地方政府当然不愿意“僵尸企业”倒闭，因为倒闭了会产生社会问题。“僵尸企业”也不愿意倒闭，能拖一天就拖一天，说不定还有机会活过来，当然也确实是这样，前两年有一些要倒闭的“僵尸企业”，随着原材料价格的上涨又起死回生了，而且盈利非常好。另外对金融机构来说，如果“僵尸企业”倒闭了，它们的不良贷款马上就会上升。对监管部门而言也是一样，不良贷款增加了，监管就有责任了。所以说怎样去有序处置这些问题，确实考验我们的勇气和智慧。当然前一段时间也有人发文章说，中国只有财政没有金融，我觉得讲的就是这个问题。大家想一想，我们存款保险制度建立了几年，还没有处理过一家有问题的金融机构，难道中国的金融机构已经很好了，都没有问题？显然不是。所以怎样去“揭盖子”也是一个很重要的问题，这就需要通过监管竞争来把盖子揭开，没有市场创新，何谈提高全要素生产率。

现代金融体系框架[注]

一、社会主义市场体系框架已经明确

十八大提出要完善社会主义市场经济，十八届三中全会已经提出了一个完整的建设社会主义市场体系的框架。2016年，中央经济工作会议对5年的成绩也做了评价。对改革的评价已经基本确立。十八届三中全会提出，财政是国家治理的基础和重要支柱，科学的财政体制是优化资源配置、维护市场统一、促进社会公平、实现国家长治久安的制度保障，必须完善立法，明确事权，改革税制，稳定税负，透明预算，提高效率，建立现代财政制度，发挥中央和地方两个积极性，要改进预算管理制度，完善税收制度。十九大报告更加明确地指出，要加快建立现代财政制度，建立权责清晰、产业协调、区域均衡的中央与地方财政关系，尤其讲到了一个很重要的问题，即要深化税收制度改革，健全地方税体系。

什么叫健全地方税体系？我们当前面临的最主要的两个风险是什么？是房地产问题和地方债问题，这就是中央与地方的财政关系。十九大之后，国家已经认识到中央跟地方的财政关系是国家治理的一个重要组成部分，也是解决当前一些主要风险的必备的制度保障。

二、现代金融体系框架已经明确

十八届三中全会提出了建立现代金融体系，全国金融工作会议提出了三个任务：服务实体经济、防范金融风险、深化金融改革，包括三个统筹。金融尤其在这里面。十九大报告提了要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济的能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革，健全金融监管体制，守住不发生系统性

金融风险的底线。所以今后的现代金融体系的框架是什么已经很明确了。也就是说十九大以后是怎样干的问题。任何一项改革都不容易，容易改的已经改完了，现在是在啃“硬骨头”。当然我们也相信，十九大之后这些改革应该能够顺利地推动。为什么？因为，第一，我们已经有很好的环境。第二，我们已经通过反腐、扶贫、环境执法创造了一个稳定的社会环境。第三，通过十九大我们又把能干、有担当的人放到了合适的位置，所以我相信后面的改革是可以顺利推进的。

另外，十九大报告不是凭空产生的，而是十八大以来对很多问题的认识的不断深化。十八届三中全会提出“三期叠加”，即从高速向中高速转换，结构在转型，结构在调整，还有消化以前刺激政策带来的不良影响。2015年提出“新常态”，2016年又提出“新常态”的十个特征，2017年提出，供给侧结构性改革作为一个政策出现，就是对“新常态”认识的深化，意识到我们目前的问题实际上不是需求的问题，我们现在的根本问题是由于劳动力红利已经消失了，全要素生产率下降，要实现可持续的发展，就必须从供给侧的角度提高全要素生产率。

认清这个问题以后，宏观政策就很好理解了。宏观政策就应该淡化GDP，十九大报告也确实淡化了GDP，强调质量、效益和新动能的“三位一体”。同时要处理好过剩产能，要清退“僵尸企业”。所以宏观政策的共性在供给侧，要避免“大水漫灌”，尤其是要管住货币政策这个总闸门。

三、政策实施方式实现了转变

过去以需求侧为主，地方政府就是投钱上项目，除了项目还是项目。这是以行政手段、以政府选择性的财政政策来管理经济。今后要怎么做呢？要创造一个公平竞争的市场环境，通过激发市场主体的活力，通过保护产权，通过有选择性的产业政策，创造一个好环境。我们的市场准入应该更加开放。

同时我们应充分认识到，发展到目前这样一个阶段，中国作为大国的效应正在显现。政策实施的重点要放在那些不平衡不充分的领域，如公共服务等方面。

四、以开放促改革

我们现在更有条件双向开放，更有能力和资格选择应用开放，通过开放也能够促进改革。怎么理解这个问题？对十九大报告我们还要放在全球视野来看。

2007年、2008年全球金融危机之后，全球出现了民粹主义，也出现了逆全球化的潮流，但是从2017年以来，全球的经济开始复苏。我认为这种经济的复苏会遏制民粹主义、遏制逆全球化。这对中国来说是一个很好的机遇期，中国目前正在引领全球化，当然这首先是由于习近平总书记的勇气和担当，另外也是中国最近这十几年来的开放，尤其是加入WTO之后各方面的开放，特别是金融的开放并没有带来预期的那么多的冲击。相反，金融开放提高了我们的竞争力。目前我们更需要的就是避免一些民粹主义的思想，尤其是对会计、税收等配套行业，我们过多地强调中国特色，却没有注意到这些配套行业对中国金融市场的发展、金融体系的效率的影响非常大。这是全球开放的问题。

五、其他问题

次贷危机之后，大家也认识到，之所以会出现民粹主义，会出现逆全球化，很大程度上是因为贫富差距。而中国社会主义市场经济也是前无古人的模式和探索，我们强调扶贫、解决贫富差距、全面实现小康社会，在金融方面也强调普惠金融等，所以有很多东西需要去研究、去探索，比如，党的领导就是一个很大的课题。现在很多人说，要我接受党的领导没问题，但是党的领导使公司治理中董事长、总经理、监事长相互制衡的制约机制消失了，这显然是个悖论。因为对于

中国这样前无古人的模式和创新，我们需要在很多方面进行深入的研究和探讨。

我在上文讲到，中国更有条件双向开放，因为最近全球经济在复苏，我们应该抓住有利的时间窗口来推动改革，包括十九大报告提出的打造上海自贸区升级版，以及推动人民币国际化。

---

1. 本文系笔者于2017年10月28日在上海交通大学上海高级金融学院主办的SAIF金融论坛的发言。

新时代的金融稳定与发展(注)

党的十九大报告指出，中国特色社会主义进入新时代，社会主要矛盾转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。这一重大判断，为新时代的金融稳定与发展指明了正确方向。如何在深刻把握我国社会主要矛盾新变化的基础上，着力解决好发展不平衡不充分问题，更加注重效率和质量，使金融更好地服务实体经济，更好地满足人民群众和实体经济日益增长的金融需要，是新时代向我们提出的新挑战。为更好地适应新挑战新要求，新时代金融稳定与发展应从数量扩张转向质量提升和结构优化，回归有效服务实体经济这一本源。

一、要坚决管住货币信贷这个总闸门，防止宏观杠杆率继续上升

近年来，低效回报的部门仍然在加杠杆，这是总体杠杆水平不降反升的主要原因。宽松的货币政策是“僵尸企业”形成并维持生存的重要条件。在低利率的条件下，低效高负债企业能够继续加杠杆，“僵尸企业”能够继续存在，对正常企业投资生产形成挤出效应，难以推动新旧增长动能转换。

二、要加快处置突出的风险点，健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线

近年来，我国金融业乱象丛生，导致金融风险高发频发。当前监管体制的主要矛盾是分业监管体制不能适应金融业跨界经营发展趋势，以及非金融企业大量涉足金融行业的倾向。维护金融稳定主要是防范系统性风险，如果过度追求短期和局部稳定，过分强调流动性保障，必然会导致货币政策过度宽松，反而会因小风险不处理最终酿成大危机。

三、健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，助力新时代的金融稳定与发展

确立双支柱调控框架，既是反思国际金融危机的重要成果，更是当前和今后一段时期内我国维护金融稳定的迫切需要。下一步，既要明确货币政策和宏观审慎政策的职责和分工，明确政策目标、评估、工具、实施、传导和治理架构，又要从维护金融稳定这一总目标出发，加强二者的协调配合。进一步完善宏观审慎评估体系，将影子银行、房地产金融、跨境资本流动、互联网金融等纳入宏观审慎评估，动态监测评估金融体系风险压力。

四、要深化金融业改革开放，提高金融服务实体经济的效率

建立统一高效的货币市场和债券市场，有序发展多层次资本市场和服务实体经济的衍生品市场，提高直接融资比重，增强金融市场有效服务实体经济的能力。深化汇率形成机制改革，培育金融机构自主定价能力和风险管理水平以及市场基准利率，提高价格机制在金融资源配置中的作用。有序推进金融机构和金融市场双向开放，完善金融业对外开放的税收、会计、评级等配套制度，提高金融业的国际竞争力。

五、鼓励金融创新，积极支持普惠、创新产业、绿色产业和新经济动能培育，更好满足人民群众和实体经济日益增长的金融需求

要坚持创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，鼓励金融机构围绕服务实体经济，支持发展不平衡不充分领域的创新，尤其要构建引导金融机构支持普惠（小微、“三农”和扶贫）、绿色以及创新驱动发展的政策体系，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节。

---

1. 本文发表于《清华金融评论》2017年11月刊。

第二节 用创新思维促发展

推进数字普惠，迈向共同富裕[注]

2008年爆发全球金融危机之后，国际经济社会发展思潮发生了很大变化，从早期美国发生占领华尔街运动，到近几年来美欧多国民粹主义、保护主义抬头，其背后的深层次原因是，全球化在带来国家间共同繁荣的同时，在不同阶层间也积累了越来越多的不平等问题。随着各国国内阶层分化和收入不平等加剧，普惠金融也从早期主要适用落后国家的专属药方，发展成当前各国都重视的一般性社会经济发展政策，有利于增强经济社会发展的包容性，特别是对促进创业就业、消除社会贫困、推进共享发展、实现公平正义有重要意义，受到国际社会的普遍重视。中国政府一贯重视普惠金融发展及其对共享发展和共同富裕的特殊意义，多年来通过实施差异化的财政、货币和监管政策，落实扶贫贴息贷款政策，促进农村信用社改革，发展小额信贷机构，引导金融机构设立“三农”金融事业部，普惠金融获得了长足发展并取得了显著成效，“三农”和小微企业金融服务不断改善，在相关制度建设和技术创新方面都积累了不少宝贵的经验。

当前和今后一个时期，普惠金融的发展面临新挑战和新机遇。一是从普惠金融肩负的社会发展使命和潜在需求看，普惠金融仍然任重道远。我国有8亿农民，还有1500多个金融空白乡镇。根据世界银行的估算，2014年全球仍有约20亿成年人没有享受到最基础的金融服务。二是随着金融科技在我国率先获得迅猛发展，更多更好的信用信息处理技术和低成本金融服务拓展方式不断涌现，数字技术为普惠金融的传统难题提供了全新的充满潜力的解决方案，但也存在不少悬而未解的问题，许多新的问题亟须进行深入的实践归纳和理论总结。

一、中国普惠金融发展取得明显成效

中国政府历来高度重视“三农”、小微企业等薄弱环节的普惠金融服务，专门出台了《推进普惠金融发展规划（2016—2020年）》。回顾近期特别是近5年来的普惠金融发展，中国的基本经验是“政府引导和市场主导”相结合。一方面，政府在加强征信支付等金融基础设施建设的同时，也采取了一些激励性政策措施引导普惠金融发展，如中国人民银行综合使用差别存款准备金率、支农支小和扶贫再贷款、再贴现等货币政策工具，财税和监管部门出台一系列财税奖补和差异化监管政策。另一方面，政府支持政策不能包打天下，强调普惠金融要走市场化、可持续发展的道路，金融机构等市场主体应该在普惠金融发展中发挥主导作用，近年来通过推动金融机构改革，涉农金融机构在财务可持续和服务广覆盖、深覆盖方面同时取得进展。

经过各方面共同创新努力，中国普惠金融在账户普及率、储蓄普及率、小额支付和信贷等方面都取得了明显成效。一是多层次、广覆盖的普惠金融机构和普惠金融产品体系基本形成。农村信用社改革持续推进，法人稳定在县域的同时，支农支小的效率不断提高；大型金融机构普惠金融的工作力度不断加大，“三农金融事业部”在支农支小方面发挥着越来越大的作用；借助电子商务的兴起，银行、保险、支付、财富管理等各类金融机构协同运用互联网、移动通信等新型信息技术，为社会公众提供快捷、便民的零售支付、小额存取款、小额信贷和小额保险等金融服务，综合性、场景化金融产品和金融服务不断创新。二是支付结算等基本账户服务基本覆盖全民和全域。据世界银行的随机抽样调查显示，中国成年人拥有银行账户的比例已超过79%。截至2016年底，全国共开立个人银行结算账户83.53亿户，银行卡在用发卡数量61.25亿张，全国人均持有银行卡4.47张。在农村地区，人均持卡量为2.8张，助农取款服务点近100万个，覆盖行政村超过50万个，覆盖率超过90%，基本实现了“人人有卡、家家有账户、补贴能到户”。网上支付、移动支付规模增长迅速。三是城乡信用体系建设支持融资可得性显著提升。全国累计为1.72亿农户建立信用档案，帮助近9248万农户获得银行贷款，贷款余额2.7万亿元。基于电子

商务的快速发展和大数据征信技术的应用，小微企业“融资难、融资贵”问题也有所改善。

数字普惠金融的发展具有巨大潜力。数字金融涵盖传统金融的数字化、移动化以及新兴的互联网金融等领域。数字金融在解决普惠金融传统问题，即小额涉农金融服务的高风险、高成本问题过程中具有天然优势。2016年，G20领导人杭州峰会正式通过《G20数字普惠金融高级原则》，《推进普惠金融发展规划（2016—2020年）》明确提出，“积极引导各类普惠金融服务主体借助互联网等现代信息技术手段，降低金融交易成本，延伸服务半径，拓展普惠金融服务的广度和深度”。近年来，中国数字普惠金融的发展有目共睹。从存取款转账支付等基本金融服务到贷款融资、保险保障、投资理财等综合金融服务，从小额分散的个体金融服务到相对大额集中的全产业链授信，从前端的信用评估、客户获取到中后端的风险控制管理，数字技术对产品研发、业务模式以及风险控制的渗透正不断深入，应用前景和发展潜力不断拓展。非现金支付方式和数据征信驱动的业务模式，使金融机构能够更准确地识别和管理风险；同时，借助产业链、价值链、商圈、物流等信息系统的支撑，数字普惠金融在很大程度上有效解决了小额涉农贷款中天然存在的高风险、高成本等传统难题，同时在结合线下投资者适当性管理的前提下还能够提供保险、衍生品、货币汇兑等组合式服务。

二、我国发展普惠金融面临新任务、新机遇

共同富裕的要求和共享发展理念为普惠金融的发展提出了更高要求。2015年，中国共产党十八届五中全会强调了全面实现小康社会的战略目标，明确提出包含共享发展在内的新发展理念，习近平总书记也在第五次全国金融工作会议上，再次提出“建设普惠金融体系，加强对小微企业、‘三农’和偏远地区的金融服务”，对普惠金融的发展提出了更高要求。从“三农”发展和扶贫战略要求看，我国还有8亿农民，有1500多个金融空白乡镇，在全面脱贫解困的要求下，普惠金

融需要填补的空间还很大；从小微企业融资问题看，在传统技术条件下和现行金融体制条件下，我国小微企业融资难、融资贵问题虽经多年持续的政策努力而有所改善，但尚未获得全局性系统性解决；从社会经济改革发展角度看，随着“三农”不断发展，农民转身为市民可能带来更加多元化的金融服务需求，农民收入提高或一次性获得征地补偿款，就会产生巨大的储蓄理财服务需求，农业产业化如龙头企业和生产基地以及小微企业产业链的形成，都会引发更加全面综合和高效的金融服务需求，农村基础设施的改善和农村土地制度改革，也为普惠金融发展带来了新需求和新机遇。

数字金融和移动互联的低成本、借助于大数据风险控制的金融服务拓展方式，为传统普惠金融问题的彻底解决提供了前所未有的重大机遇。目前我国已建成全球最大的4G网络，中国大部分农村都具备手机3G/4G上网的条件，移动电话普及率达到95%，网民规模达到7.10亿人，互联网普及率达到51.7%，超过全球平均水平3.1个百分点，超过亚洲平均水平8.1个百分点，手机网银规模超过5亿户，总体上我国数字金融发展的“硬件”条件优势明显，数字普惠金融已处于飞跃式发展的起飞阶段，“三农”和小微企业包括存、贷、汇以及理财投资在内的各类金融服务有望获得进一步改善。例如，在支持农业产业结构转型方面，我们在河北省一家葡萄农场发现，银行借助数字技术，将产业链上的企业之间的赊销关系转为担保关系，提供了规模更大、手段及产品更为综合、介入程度更深的金融服务。类似的金融服务可以将众多分散的个体农户组织起来，更有效地引入大资本、大生产、大市场、大流通，提升农业产业化水平和农产品供给质量。在工业结构的转型升级领域，依托“互联网+”模式，金融服务正在融入智能制造，将为消费者提供更具有个性化、技术含量更高的产品和服务。新型城镇化除了在基础设施建设方面存在巨大的融资需求，更多的新市民也迫切需要拓宽理财投资渠道。在这一背景下，借助数字技术和互联网的普及应用，金融机构的获客渠道将大大拓宽，获客成本将大大下降，风险控制将会做到实时、精准。当然，要发挥金融科技和数字

普惠的最大潜力，光是“硬件”好还不够，还需要有好的“软件”，如创新友好、风控有效的监管制度，正是我们需要努力的方面。

三、平衡好创新和监管关系，引导普惠金融规范发展

普惠理念和数字技术都不会改变金融的本质。不管是互联网企业涉足普惠金融业务，还是传统金融机构利用“互联网+”扩大服务半径，金融行业传统的信用风险、流动性风险、操作风险等依然存在。并且，在引入数字技术的背景下，金融风险更具隐蔽性，传播速度更快、传播范围更广更深，这增加了金融领域的系统性风险，产生了诸如系统安全、信息泄露、投资欺诈等众多与技术及传播范围有关的风险。从当前来看，数字普惠金融为社会经济发展带来了更多福利，也带来了资本的竞相追逐，但大量普通金融消费者的自我保护能力和意识还比较薄弱，还存在监管空白或薄弱环节，跟不上形势发展的需要，这就要求普惠金融的推动者、监管者、消费者和提供者提高安全意识，引导数字普惠金融健康发展。

一是重视改善数字普惠金融可能带来的数字鸿沟问题。普惠金融服务对象主要是弱势群体，他们的受教育程度低、收入低、年龄大，对数字技术的理解能力差、互联网金融应用水平低、承担风险能力弱，需要金融部门特别关注。所谓金融“数字鸿沟”的实质，是技术进步给大多数人带来福利的同时，可能使少数弱势群体因数字技术使用主观能力不足，利益反而受到一定影响。这在历史上屡见不鲜，也是自然规律使然，需要从供给侧推进金融机构改革，鼓励金融机构开发针对弱势群体的互联网金融产品和服务。注重普惠金融发展形式的多样化，线上线下相结合，传统金融、数字金融相结合，不搞千篇一律。同时政府要加强普通消费者能力教育。

二是坚决打击披着数字普惠金融外衣的非法金融活动。数字技术是中性的，数字普惠也是中性的，先进技术在促进普惠金融乃至整个金融业发展的同时，也有可能被不法分子利用。诈骗者打着普惠金融

的旗号，披着互联网金融的外衣，提供虚假收益的理财产品，消费者以为获取了高息，其实被“收割”了本金。近两年来，互联网金融领域已经出现了多起“跑路”事件。地方政府和相关监管部门应采取果断措施，依照《刑法》和有关司法解释有效识别这些伪金融创新，区分创新与犯罪，“打早、打小、打准”，依法惩处非法金融活动。要规范数字普惠金融机构的信息披露，严厉打击虚假违法宣传，落实投资者适当性管理，强调“卖者有责”。

三是加强大数据背景下的数据安全和个人隐私保护。当前，全球都面临技术发展迅速而数据保护不足的问题，个人隐私信息泄露重大案件频发。使数据主体在获得尊重和安全感的同时，推动数据市场的有序发展，成为提升金融创新和服务能力的重大课题。我认为，要利用数字金融发展普惠金融，首先要能保障数据主体的保密权，以及获取、利用、支配其信息的权利，允许或者不允许他人获悉或者使用自己信息的权利。在中国，立法机构已经明确要求金融机构收集信息应当遵循合法、正当、必要的原则，并承担征得用户同意的义务、明示收集使用规则的义务、保护数据安全的义务。在智能金融快速发展的态势下，还要确保给予或剥夺消费者权益的最终决定由人类而不是机器做出；要强化信息主体的可携带权和被遗忘权，前者指数据主体可以无障碍地以通用的电子格式将其数据从一个服务提供者转移到另一个服务提供者，后者指数据主体有权要求数据控制者删除某些信息，限制数据控制者利用数据进行自动化特征分析。

四是建立负责任的投资者适当性管理的消费者保护制度。针对数字普惠金融服务大量“长尾人群”的特征，要特别注重保护消费者权益，建立负责任的投资者适当性管理的消费者保护制度。不适合普通投资者的金融产品，只有与线下投资者适当性管理结合才能在线上销售。在分业监管背景下，各数字金融业态的归口监管部门，应负责建立各自消费者投诉、受理、处置机制，落实服务标准规范。下一步，还要积极探索综合性的消费者保护机制，建立多元的金融消费纠纷解决机制。动员社会各方力量共同普及数字普惠金融知识，提高公众金

融素养，加强风险提示与教育，引导树立“买者自负”的投资理念，构建金融消费者教育的长效机制。

五是加强基础监管制度建设，补齐监管短板。要针对数字金融风险传播速度快、范围广、隐蔽性强等特点，在流动性风险、信用风险、操作风险的防范上，加快健全有效的基础监管制度，加强综合监管、协调监管、功能监管。同时加大监管技术的创新力度，充分运用大数据技术丰富监管信息，完善监管手段、改善监管方式，努力提升数字金融监管的有效性。

技术的进步和金融的发展，最终目标都是促进社会的和谐进步和更加美好。尽管还面临诸多挑战，但在日新月异的技术进步以及全球范围内日益形成共识的公平共享、可持续发展理念的引领下，普惠金融发展正面临前所未有的重大机遇，正逐渐成为缓解收入差距、创造发展机会、促进经济转型升级以及推动社会公平正义的重要力量。我相信，只要我们创新的是“真”金融，数字条件下的金融风险能够“真”管好，普惠金融必有“真”未来。

---

1. 本文系笔者于2017年9月21日在2017年中国普惠金融国际论坛上的演讲，原题为“扬长避短，规范发展，推进数字普惠，迈向共同富裕”。

以科技金融助力普惠金融发展[注]

近年来，科技和全球化拉大了发展中国家与发达国家之间的“贫富差距”，但是发展中国家通过合理使用科技能够消除“贫富差距”。中国作为最大的发展中国家，很有必要利用科技实现普惠金融。

一般而言，普惠金融原来是指小额信贷、微型金融，现在包括支付、储蓄、保险、理财、信贷等方面。要实行普惠金融，从客户角度来说，价格要低廉、要可承受；从机构角度来说，应该采取可持续的方式。但是，普惠金融面对的客户是小微企业、农户，交易量小、风险大，收益具有不确定性。

一、政府发展普惠金融的路径选择

政府发展普惠金融有两条路可以选择。一是传统的方式，比如现在正在做的通过财政补贴支持农村金融机构发展，以及成立民营银行、村镇银行和正在推动实施的两权抵押贷款等。二是以科技金融的方式更好地实现金融扶贫。前一段时间互联网金融很时髦，现在互联网金融成了“过街老鼠，人人喊打”，互联网金融本身不是问题，关键是政府应该制定一个很好的金融监管框架，可使互联网金融健康发展，在服务贫困地区的农户和小微企业方面大有作为。事实上，以科技金融的方式介入扶贫，普惠金融可以做到事半功倍，因为科技金融具有以下优势。

第一，科技金融发展有助于拓宽传统金融的服务对象和服务范围，有助于缩小金融服务的差距，促进贫困地区的金融发展，更好地实现包容性金融发展。手机银行就是一个典型的例子，长期以来受制于运营成本和交通条件等因素，贫困地区的金融机构商业可持续性较

差、金融基础设施有限，但是移动数据和宽带技术的创新使金融服务不再依赖于银行网点。2007年，肯尼亚推出了以“M - 钱”为代表的短信转移资金的新业务，带动了非洲金融业的变革。目前，肯尼亚已经有超过1/3的居民使用手机银行，手机银行业务将更多的民众纳入金融体系，缩小了有银行设施和没有银行设施之间的金融服务差距，使贫困人群也享有获得金融服务的权利。

手机还有一些能够广泛应用到金融服务的功能，如生物识别、历史通话记录、摄像机、通过短信和消息进行沟通、通过声音进行沟通、图形界面、互联网接入、位置标识、无线通信、远程监控、触碰式屏幕、唯一的用户标识、允许客户和服务供应商之间的信息双向交换（交互式菜单）等。这些功能可以用来研发新型的金融产品、服务和工具。使用手机不同的功能组合可以产生六个独特的“数字化属性”，并应用于金融服务。数字化属性在提高金融素养及建立正式的金融记录等方面解决了一系列发展普惠金融的障碍。而手机操作界面设计也可以适应发展中国家的环境，发展中国家往往中低收入群体比较大，缺乏金融知识，但是可以通过一些设计使用户点击一个图标就可以接受一项金融服务。如用户每个星期会收到一个是或否的菜单，决定是否将2美元存入电子钱包，只需要持续3个月就可以购买一头牛。

第二，科技金融改变了传统的信贷风险管理模式。大家都知道，信用风险一直是银行面临的最主要风险，传统意义上金融机构是采用抵押品、担保等方式管理信用风险，但是小微企业、“三农”等领域难以提供相应的担保品，导致小微企业、“三农”融资难。现在金融企业可以对用户在商业活动中形成的大数据进行分析，如POS机（销售点）产生的数据会帮助金融机构利用历史数据，通过统计的方法对借款人进行精细化分析和判断，能够精确地实现对同一类借款人的信用测量以及定价。而在我们传统的信贷风险管理方式中往往是根据历史的小样本信贷数据来计算小微企业贷款的不良率，然后来确定适当的利率，使利率能够覆盖成本、风险和合理的利润，在现在的大数据时

代，尤其是在电商下乡兴起以来产生的大数据，可以更好地模拟消费者的行为，更好地测量不良率和定价，设计出更好的产品。

第三，数字货币的开发和应用有利于更好地精准扶贫。不少国家都在研发数字货币，包括中国央行。数字货币是基于密码学，采用集中分布相对均衡的系统，应用大数据分析，用户身份认证采用前台自愿、后台实名、本身设计密集高效等。而且由于它是加密的货币，所以是可追踪的。使用数字货币将有助于解决贫困地区的假币问题。再如，现在我国政府有大量财政补贴通过各种渠道发放，这些资金是不是真正到了农户手里？按照现在的方式，核实成本非常高，但使用数字货币就能够很容易地知道资金有没有真正发放到要补贴的农民手里。此外，还可以通过数字货币来跟踪农民是如何使用扶贫资金的，从而帮助我们更好地设计扶贫政策。

二、如何完善科技金融扶贫的“软件”

科技金融在中国还是大有可为的。目前中国还有8亿农民，仍然有1500多个金融空白乡镇。正规金融机构不愿意去这些地方，目前设立的村镇银行又未到这些地方，这些地区可以通过科技金融的方式来进行覆盖。在中国发展科技金融解决普惠金融还有很多“硬件”优势，从物理条件来看，我国手机银行发展的“硬件”已经相当成熟，移动电话普及率达到95%，手机网银规模超过5亿户，三大运营商全面采用4G牌照，所以我国采用科技金融去扶贫的条件已经具备了，但是在“软件”方面，当前还需要从以下方面进行完善。

一是需要有效的监管框架。监管框架对推动科技金融发展，保护消费者利益至关重要。比如，可以允许个人通过移动支付、存款账户赚取利息，允许银行接收图像、文档作为实时了解客户信息的步骤，强制规定一个识别系统，如肯尼亚的实践。或者可以建立一个全国性的生物识别数据库，如印度的有关实践，可以允许初创企业参与金融服务等，这些都可以促进数字金融的发展。

二是在推动科技金融发展过程中保护好消费者权益。监管者可以要求在进行数据收集的时候，明确获得客户的授权，针对授权要明确规定收集到的不准确数据要根据客户实际进行调整。同时要有存储客户数据的最小数据管理框架，透明使用用户数据，维护客户资金安全，这些规定可以为新产品开发和消费者保护营造良好的政策环境。

三是要缩小农民和农村金融机构的数字鸿沟。在贫困地区还有一个很大的问题就是金融消费者的教育普及，这也是政府需要做的事情。普惠金融客户有一个数字鸿沟，我们的农村金融机构同样存在这样的数字鸿沟，有关部门要对农村金融机构进行培训，也要消除农村金融机构本身存在的数字鸿沟，才能更好地推动科技金融助力普惠金融发展。

---

1. 本文系笔者于2016年11月30日在中国金融论坛·普惠金融创新发展（浙江）峰会上的演讲。

推动绿色金融发展

十八大以来，绿色发展的新发展理念开始深入人心。党的十九大报告强调了“发展绿色金融”。本文探讨了推动中国绿色金融的发展，我们已经做了什么，还需要做什么。

一、绿色金融发展的背景

（一）国际背景

发达国家的经济发展经历了“先污染，后治理”的模式。20世纪六七十年代，罗马俱乐部基于对发达国家发展方式的担忧和质疑，深入探讨了关系人类发展前途的人口、资源、粮食和生态环境等一系列根本性问题。1972年，该俱乐部发表了著名研究报告《增长的极限》，提出“地球已经不堪重负，人类正在面临增长极限的挑战，各种资源短缺和环境污染正威胁着人类的继续生存”。“先污染，后治理”的发展模式阻碍了经济的可持续发展，发达国家最终意识到，经济发展要走可持续发展道路。

发达国家推动绿色金融发展早期主要依靠国际组织和商业机构，具有代表性的是“赤道原则”和“社会投资责任原则”。“赤道原则”由银行机构提出，2003年，花旗银行、巴克莱银行、荷兰银行、西德意志州立银行等10家银行宣布实行“赤道原则”。随后，汇丰银行、JP摩根、渣打银行等金融机构也相继接受“赤道原则”。在“赤道原则”的起草中，国际非政府组织发布的《关于金融机构和可持续性的科勒维科什俄宣言》（Collevecchio Declaration，以下简称《宣言》）对其产生了基础性的影响，特别是《宣言》关于金融机构应遵守的六项原则性的规定：可持续性、不伤害、负责任、问责度、透明度以及市场和管理。

SRI（Socially Responsible Investment，社会责任投资）原则主要由商业机构，特别是非营利组织和非政府组织等社会力量共用推动。欧美等发达国家通过SRI促使被投资商业机构重视自身社会责任，重视商业机构发展与社会发展、环境保护的均衡，这已成为投资领域一个相当流行的趋势。SRI的理念是将传统经济的“成本 - 收益”分析方法从单纯的经济层面推广到社会和环境层面，权衡社会环境成本与社会环境效益，要求任何投资行为都应该达到经济、社会、环境的三重底线标准，据此做出的投资决策才符合社会责任规范。

通过自下而上的商业机构和社会组织的不断推动，国际社会对发展绿色金融已达成共识。1992年6月4日，联合国大会通过《联合国气候变化框架公约》，2015年12月，近200个缔约方在巴黎气候变化大会上达成《巴黎协定》，为2020年后全球应对气候变化行动做出安排，标志着全球经济生产开始向绿色、低碳、可持续转型。2016年9月6日，在中国的倡议下成立了G20绿色金融研究小组,G20峰会发布的《二十国集团领导人杭州峰会公报》首次将绿色金融写入其中。G20绿色金融研究小组发表的《2016年G20绿色金融综合报告》明确了绿色金融的定义、目的和范围，识别了绿色金融面临的挑战，提出了推动全球发展绿色金融的七个选项，成为国际绿色金融领域的指导性文件。在G20的推动下，许多国家开始发布支持本国绿色金融或可持续金融发展的政策框架或路线图，许多国家和地区首次发行了绿色债券，各种绿色金融产品不断涌现，在全球范围内开始形成发展绿色金融的热潮。

（二）国内背景

中国的经济发展也经历了“发展—污染—治理”的过程。我国有82%的人饮用浅井水和江河水，其中水质污染超标水源达到75%；全国耕地面积的19%以上污染超标；清洁能源只有15%，而发达国家占到1/4 ~ 1/3。多年前，清华大学李宏彬教授等专家在《美国国家科学院院刊》上发表的研究报告《空气污染对预期寿命的长期影响：基于中国淮河取暖分界线的证据》指出，长期暴露于被污染的空气中，总悬浮

颗粒物每上升100微克/立方米，平均预期寿命将缩短3年。按照北方地区总悬浮颗粒物的水平，意味着中国北方5亿居民因严重的空气污染平均每人失去5年寿命。这项研究表明严重的空气污染带来巨大的健康成本，制定和实施力度更大的空气污染治理政策具有较高的经济价值。

10年前，在关于中国是否加入碳减排问题的讨论中，国内曾有不少人提出了所谓的“阴谋论”观点，认为这是发达国家蓄意将中国纳入一个限制减排的制度中，增加发展成本、削弱竞争力，从而阻碍中国经济的发展。但几年之后，我们的认识发生了改变，雾霾、资源过度消耗等问题的严重性，让人们深刻认识到疯狂追求GDP，忽视经济、社会和生态的和谐发展，终将导致经济发展不平衡和不可持续，人们越发意识到可持续发展的重要性。

严重的生态环境问题成为经济发展的短板，威胁着中国的可持续发展。生态链条的断裂将会严重阻碍中国经济社会的发展。在此背景下，以习近平同志为核心的党中央把生态文明建设和环境治理提到了更加重要的战略高度，提出用绿色发展理念引领中国发展。党中央、国务院明确提出转变发展方式，“既要金山银山，也要绿水青山”，树立“环境就是生产力，良好的生态环境就是GDP”的理念。绿色GDP（可持续发展国内生产总值）的概念也随之提出。绿色GDP，指从GDP中扣除自然资源耗减价值与环境污染损失价值后剩余的国内生产总值，体现了经济增长与自然环境和谐统一的程度。实施绿色GDP核算，就是要统筹“人与自然和谐发展”，真实衡量和评价经济增长活动的现实效果，克服片面追求经济增长速度的倾向，促进经济增长方式的转变，从根本上改变唯GDP论的政绩观，增强公众的环境资源保护意识。

二、中国绿色金融发展的独特背景、特征和意义

（一）深厚的文化传统背景

中国的传统文化理念强调“天人合一”、人与自然的和谐发展，讲究“君子爱财，取之有道”。近一二十年的经济发展过度追求GDP，忽视了经济社会和自然环境的和谐发展，产生了环境、资源、食品安全等一系列问题，与我们的传统文化理念相违背。

（二）政府自上而下推动，充分体现社会主义体制的优势

与西方发达国家显著不同的是，中国发展绿色金融是由政府自上而下推动的。2012年11月召开的中国共产党第十八次全国代表大会，首次把“美丽中国”作为生态文明建设的宏伟目标，把生态文明建设摆在了中国特色社会主义五位一体总体布局的战略位置。中国共产党是第一个把生态文明建设作为行动纲领的政党，特别是执政党。将绿色发展上升为国家战略的高度在国际上几乎没有，这充分体现了我国社会主义的特色和优势。“自上而下”的政府推动模式，能充分发挥社会主义体制优势，集中力量和资源把事情办好。我国绿色债券市场的快速发展就很好地证明了这一点。

（三）践行“自上而下”的顶层设计与“自下而上”的基层探索相结合的改革路径

发展绿色金融，既需要“自上而下”的顶层制度推进，也需要“自下而上”的基层探索落地。绿色金融是新生事物，虽然在我国呈现发展全面提速的良好态势，但从总体上看仍处于探索阶段，发展经验不足，需要选择在部分地方进行改革试验，在体制机制上探索可复制可推广的经验，进而在更大范围内推广。此外，我国幅员辽阔，地区差异性大，每个地方都有自己的发展特点和天然禀赋，生态环境、产业结构、金融市场等情况各异，“一刀切”的绿色金融发展模式不可行。选择存在差异性的地方进行试点，在差异中寻找共性，总结推进绿色金融体系发展的共性因素，探索共有的发展规律，再在更大范围内进行推广，符合我国的国情。基于上述原因，2017年6月14日，国务院第176次常务会议决定在浙江、江西、广东、贵州、新疆五省

（区）部分地方设立绿色金融改革创新试验区，开启了我国绿色金融改革创新的基层实践，标志着我国绿色金融发展进入新阶段。

（四）发展绿色金融是经济绿色化转型的重要推手，也是供给侧结构性改革的重要内容，将为经济社会发展汇聚新动能

2008年全球金融危机以来，很多国家和地区都积极寻求经济发展新动能，加大了绿色经济发展的力度，将绿色、低碳经济作为发展新引擎。美国推出近8000亿美元的经济复兴计划，其中1/8用于清洁能源的直接投资以及鼓励清洁能源发展的减税政策，同时加强对能源和环境领域的科研投入和总体部署，希望通过投资绿色行业扩大就业。欧盟2009年启动绿色经济发展计划，计划投资1050亿欧元支持此计划在成员国推行，其中540亿欧元和280亿欧元用于帮助欧盟各国执行环保法规和研究创新废弃物处理技术，以此推动欧盟绿色就业和经济增长。长期以来，我国经济发展过度依赖房地产和基础设施建设来拉动，这样的发展模式不可持续。2017年，我国一、二线城市的房地产价格得到有效控制，而三、四线城市的房价仍在上涨。这种现象很大程度上是由棚户区改造的货币化效应造成的，其本质是属于政府购买，却容易给社会造成房地产需求大的假象。如果只是为追求GDP而加杠杆进行基础设施投资，这种增长是不可持续的。因此，中国的经济发展不能仅仅依靠房地产和基础设施建设。绿色发展正是我国经济发展的新的增长点。通过绿色转型，破除传统发展的路径依赖，从而为经济增长提供新动能。当前，供给侧结构性改革已进入深度结构调整阶段，淘汰落后过剩产能初见成效。在调整产业结构和能源结构，构建绿色、循环、低碳发展的产业体系的过程中，生产和投资越来越向绿色化方向发展。

研究表明，绿色投资将对国民经济发展起到显著拉动作用。

三、现阶段我国发展绿色金融的几个关键问题

随着绿色发展理念的不断深入和我国绿色金融顶层设计和制度安排的不断完善，我国绿色金融的发展取得了显著成效。然而，我们也要充分地认识到，绿色金融的发展并不容易。绿色转型的过程是痛苦的，需要多方面的改变，包括落后产能的淘汰、环保标准的提高、财政金融政策的转型等。现阶段，推动绿色金融发展关键要把握好以下几个方面。

（一）明确“绿色”标准是前提

绿色金融的核心在于实现资金要素的绿色配置。类似于金融扶贫、金融支农支小，本质上是一种金融政策，关键是要确保资金能够真正流向绿色节能、环保型企业和项目。这就需要科学、明晰地界定绿色产业和绿色项目标准。

绿色金融不是一个筐，不能什么都往里面装。不能把一些没有明确环境效益的生态休闲、观光旅游等项目都纳入绿色金融的支持范围。2017年6月，中国人民银行、银监会、证监会、保监会、国家标准委联合发布《金融业标准化体系建设发展规划（2016—2020年）》，明确提出将绿色金融标准化工程列为“十三五”时期金融业标准化的五大重点工程之一，我国绿色金融标准化建设正在逐步推进。

（二）推动可持续发展是关键

金融如水，只有绿色项目能够盈利，资金才会流过来。金融机构作为市场竞争主体，商业可持续性是其发展的内生动力和长久保障。因此，在界定绿色项目的基础上，要挖掘绿色项目的盈利性，发挥价格机制的激励约束作用，不断提升绿色金融的可持续发展能力。在绿色金融刚刚起步阶段，绿色项目普遍存在融资成本较高、期限较长、收益较低、风险相对较高等特征，推动绿色金融发展，关键要解决降低绿色项目融资成本和风险分担的问题，这既要积极发挥好政府的作用，也要坚持以市场化为导向。

加强政府引导。推动绿色金融发展，需要政府积极作为，发挥正向引导作用。除了科学界定哪些是绿色项目，明确如何遴选、认定、推荐以及追踪绿色项目，防止以绿色项目的名义从事非绿色活动外，政府还需要通过多种途径积极发挥作用。一是完善促进绿色金融发展的正向激励机制。既包括政府的财政贴息、税收优惠、风险补偿、信用担保等支持，也包括央行再贷款、设立绿色发展基金等举措，以此降低绿色项目的融资成本和提升风险承受能力。例如，出台绿色税收政策，对从事低碳技术开发的企业予以一定的税收减免，可以吸引企业积极进行低碳技术研发和购置环保设备，支持低碳企业发展。而对高耗能、高污染企业征收环境税，可以推动其节能减排。二是健全绿色投资领域的法律法规体系，确保发生纠纷时有法可依，明确环境污染企业应该承担的责任和应受到的处罚，提高排污标准并制定消费环节的废弃物收费标准。加强环境监管，严格执法，提高生产环节的废弃成本、排污成本和消费环节的废弃成本。通过提高排污成本切实降低绿色项目成本，实现企业环境效益内部化。三是健全绿色金融基础设施，提升绿色金融市场透明度，优化绿色金融生态。着力解决绿色金融市场普遍存在的投融资信息不对称问题，通过强化企业环境信息披露要求，建立公共环境数据平台，完善绿色评级和认证，开展环境风险分析等多种措施，有效制约污染性投资，为绿色金融发展营造良好的生态环境。四是培养“负责任”的绿色投资者。让绿色投资理念深入投资者，让更多的投资者愿意购买、投资绿色产品和项目。这是一个长期的过程，不能一蹴而就，需要政府的积极引导。近年来的实践表明，社会声誉效应可以激励绿色投资。越来越多的绿色产业投资者，包括绿色债券发行人，在获得商业回报的同时也获得了良好的社会声誉，而社会声誉对企业的持续发展和社会的认同产生了较大的积极作用。加大对绿色金融理念的宣传、推广，培育吸引更多负责任的投资者，引导中长期社会资本投入绿色项目和绿色金融是政府实践和努力的方向。五是加大环境执法，严惩环境违法行为，降低绿色项目融资成本。近期，环境执法部门加大了对各地环境违法违规的执法和

处罚力度。从短期来看，这产生了阵痛；但从长期来看，这将有利于经济的绿色转型和可持续发展。调研发现，随着环保执法的趋严，部分高污染企业被关停，导致银行产生不良贷款。这反映出非绿色项目贷款具有较高的风险，当全社会都达成这样的共识后，绿色项目就更容易得到金融支持。

坚持市场导向。绿色金融的属性是市场化和商业性，追求盈利和回报，仅靠政府推动、政府补贴难以实现可持续发展。要充分发挥市场配置的基础性作用，不断通过机制体制创新来提高绿色项目的回报率，引导金融资源配置到节能环保的绿色领域，退出污染性行业，促进产业结构绿色转型升级，服务实体经济。同时，需要强化市场主体的社会责任和绿色发展意识。从长远来看，随着绿色环保意识的逐渐增强，绿色经济体制机制的不断健全，非绿色项目成本会不断上升，外部性会逐渐消失。

（三）探索绿色金融创新是重点

绿色项目的融资需求具有多层次和多样性特征，这就需要充分发挥主观能动性，积极探索创新，根据绿色项目的不同需求类型匹配相适应的金融产品和服务。纯粹的公共产品，通常可由财政资金或者公共资金来承担；具有投资回报性、可商业化运作的项目，则应充分发挥金融的支持作用，根据项目需求提供相应的金融产品。一般短期绿色项目，以银行信贷为主设计产品服务体系；中长期、现金流相对稳定的绿色项目，可以考虑债券市场融资；高成长性但风险也相对较高的绿色项目，则可考虑私募股权基金或者通过上市等方式融资；此外，通过发展绿色基金，对企业绿色领域的技术研发和生产提供资金支持，培育企业在绿色领域的竞争力和可持续发展能力；通过建立中小企业绿色担保基金，解决中小企业开发绿色市场的资金困难。在绿色金融的发展中，要充分发挥主观能动性，不断创新体制机制，通过制度、组织方式、市场模式、产品服务的创新来不断满足绿色融资的多样性和多维度需求。

（四）切实防范风险是底线

防范风险是金融的永恒主题，发展绿色金融要牢牢守住风险底线原则。绿色金融的风险点集中在以下几个方面。第一，绿色项目界定标准不完全统一，对什么是绿色项目还没有完全达成一致。第二，信息披露不完善，认证评级不规范。第三，未能完全有效实现环境效益外部性内部化。在这种情况下，绿色项目的回报率偏低，社会资本投资绿色项目的意愿不足。特别是如果地方政府过分追求GDP增长，不重视环境保护，污染企业的成本能够外部化，则非常不利于绿色企业的竞争。防范这些风险要加快制定绿色信贷、绿色金融的标准规则，防范“洗绿”风险，提高对绿色金融风险的识别能力，提高环境标准要求，提升绿色金融的可持续性，鼓励金融机构开展环境风险压力测试，完善绿色项目投融资风险补偿机制。

四、绿色金融产品发展的几个问题

我国绿色金融产品总体上仍然处于起步阶段，存在这样或那样的不足，有待于在实践中探索完善。发展绿色金融产品要在防范风险的前提下，加大创新，提质增效，注重强化绿色金融领域的能力建设。

（一）绿色信贷

2007年，中国人民银行、银监会等相关部门先后印发了《关于落实环境保护政策法规防范信贷风险的意见》、《节能减排授信工作指导意见》，旨在推动我国绿色金融发展。2012年，银监会印发《绿色信贷指引》，从多个方面对银行业金融机构发展绿色信贷提出要求。《绿色信贷指引》主要涵盖三大支柱：支持绿色、低碳、循环经济发展；防范环境和社会风险；提升银行业金融机构自身的环境和社会表现。2015年，银监会和国家发展改革委制定了《能效信贷指引》，明确了能效融资的重点部门和融资方式、能效信贷的风险防范特点、能效融资的能力建设，以及能效融资的激励。此外，我国绿色信贷统计制度、绿色信贷考核评价体系相继建立，标志着我国绿色信贷制度的

逐步完善。2017年，中国人民银行印发《关于推广信贷资产质押和央行内部（企业）评级工作的通知》（银发〔2017〕289号），明确2018年起信贷资产质押和央行内部（企业）评级工作由前期11个省市推广至全国。2018年1月，中国人民银行印发《关于构建绿色贷款专项统计制度的通知》（银发〔2018〕10号），明确了绿色贷款的标准。随着绿色信贷统计制度的逐步建立，从2017年第三季度起，中国人民银行已将24家全国性金融机构的绿色信贷业绩纳入MPA（宏观审慎评估体系）考核。

目前，绿色信贷发展中存在的主要问题是，相关标准体系在建设和应用过程中由于信息披露机制和第三方环保信息评估机制缺失的问题，制约了政策的效果。具体来讲：

一是标准体系方面。绿色信贷标准在我国更多受宏观调控指导，监管部门主要将节能减排、污染防治、资源节约与循环利用等项目贷款归为绿色信贷，“两高一剩”等限制性行业贷款不属于绿色信贷。但在实践中，大量项目采用新技术对“两高一剩”行业进行改造升级，属于绿色项目，把“两高一剩”等限制性行业的项目贷款界定为非绿色信贷显然是不科学的。目前，中国人民银行的统计已开始根据项目确定，而不是根据行业确定绿色信贷。

二是选择绿色项目方面。绿色项目涉及经济社会的方方面面，需要结合各地的区域特点加以综合判断。以城市规划为例，我国大部分城市为单中心结构，人口较为聚集，城市密度较高。这种城市规划模式决定了我国的轨道交通和公交车系统难以完全满足人们的出行需求，大量居住地点远离市中心的人仍然需要依赖小汽车、出租车等相对不够绿色的出行方式。相比之下，欧洲国家的城市往往建设得小而精，步行、自行车等绿色出行方式在欧洲城市更具实用性。再者，一些项目本身具有节能环保特征，但如果脱离了当地实际需求也可能会成为非绿项目。例如，地铁出行被普遍认为是绿色的。据相关测算显示，给定同样的运输量，地铁运营带来的污染仅为私家车的1/10，但

如果地铁建设过于超前，导致客流量过低，则会形成另一种浪费。脱离实际需求的项目不能称为绿色项目。

三是信息披露方面。环保信息的披露机制不健全会影响银行对企业生产是否符合绿色信贷标准的判断。这既包括环保部门提供信息不充分，无法第一时间获取环保部门挂牌督办企业、限期治理企业、污染关停企业名单及环保治理督察和检查进展情况等，影响银行对企业生产是否符合绿色原则的判断；也包括部分企业刻意隐瞒涉及环境的信息，对环境风险信息，企业主动向银行的披露意愿不足，部分企业甚至刻意隐瞒、伪造相关信息，误导银行向其发放绿色信贷。因此，要尽快由政府推动建立信息共享平台，夯实绿色金融基础设施，综合相关环境信息并实现信息的共享，为绿色金融发展营造良好的生态环境。

四是第三方评估方面。绿色信贷第三方评估市场发展不成熟，影响银行调查结果的独立性和公正性。此外，第三方评估费用较高，也增加了企业绿色融资成本，从而降低企业绿色融资的积极性。

综上所述可以看出，我国绿色信贷发展的关键是要制定统一的绿色信贷标准。根据产业污染度制定指导目录，为银行绿色信贷投放提供明确指导。同时要完善环保信息第三方评估机制，完善环境信息公示制度，强化绿色信贷执行监督检查力度，加大对银行实施绿色信贷情况的监管和考核力度。地方上开展绿色信贷可以这两方面为主要抓手：一是共建共享环境、安全违法违规信息平台，为绿色信贷发展提供良好的基础设施，营造良好的绿色发展环境；二是明确重点支持的绿色发展领域，实际也是确定“绿色”项目、产业的问题，只有明确了重点支持发展的绿色领域，才能引导资金流向这些领域。此外，要与利益相关者构建伙伴关系，加强沟通联系。

（二）绿色债券

绿色债券，是指募集资金最终投向符合规定条件的绿色项目的债权债务凭证，其核心特征是募集资金集中用于推动和实现绿色效益。

绿色债券是国际普遍使用的募集资金专项支持绿色发展的债务工具，既能满足投资人致力于环境保护、控制温室气体排放的目标，又可以满足发行人低成本、长期性筹资需求和可持续发展的需要。

我国绿色债券自2015年底推出，已经得到市场的普遍认可。2016年是中国绿色债券元年，全年共有49家发行人发行了1990亿元的各类绿色债券。其中，绿色金融债券共发行1580亿元，发行总量和单只规模都居全球首位。2017年，我国绿色债券发行量达2500亿元，是全球最大的贴标绿债发行国之一。我国绿色金融债券政策框架主要包括四个方面。一是募集资金使用：提出了可供投资的绿色项目目录，即中国金融学会绿色金融专业委员会发布的《绿色债券支持项目目录》，明确了绿色债券支持项目的界定和分类。二是募集资金管理：要求发行人建立募集资金管理制度，开立专门账户或建立台账确保募集资金流向可追溯，发债资金在募集承诺时限内应用于绿色项目，闲置期间可投资流动性高、收益低的货币市场工具或绿色债券。三是绿色项目的评估与遴选机制：利用外部保证机制，鼓励由第三方机构出具绿色债券评估和认证意见，明确评估与项目遴选机制。四是信息披露：发行人应充分披露项目筛选标准、决策程序、环境效益目标，债券存续期间还要定期公开披露募集资金使用情况以及募集资金的专项审计报告。

虽然我国绿色债券市场的发展取得了巨大成绩，但同时也要看到，我国绿色债券的发展仍然面临诸多挑战，包括缺乏相对统一的绿色债券支持项目目录及标准体系、如何确保募集资金用于绿色项目、如何提高绿色债券的商业可持续性等。此外，从近期的发展实践来看，我国绿债市场发展中还存在以下问题：认证费用推高融资成本，影响发行积极性；环境信息获取难度大，项目评估筛选难；缺乏统一的第三方认证标准；债券信息披露不充分，难以有效监督资金投向等。因此，当前发展我国绿色债券的关键有四个方面。一是制定相对统一的绿色项目目录及标准体系。二是完善绿色融资后续监督管理机制。制定绿色债券后续监督管理办法，加强对发行后的监督管理，同

时规范和统一绿色债券的信息披露标准，提高信息披露透明度，细化信息披露要求，以确保募集资金用于绿色项目。三是培育多元化的绿色债券参与主体。建立绿色投资者网络，引导投资者形成绿色投资和责任投资理念，以进一步降低绿色债券发行成本。丰富发行主体类型，积极引导金融机构和企业发行绿色债券，鼓励中央或地方政府、国际开发机构发行绿色债券。四是鼓励政府部门出台绿色债券配套支持措施。通过政府设立担保基金等多种形式为绿色债券担保或增信；对金融机构绿色债券投资实施差别化的监管政策，提高绿色债券吸引力；鼓励环保公益基金对绿色债券的第三方评估认证予以补贴。

2017年12月，为规范绿色债券评估认证，中国人民银行、证监会出台了《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》（中国人民银行中国证券监督管理委员会公告〔2017〕20号），对评估认证机构的资质、业务承接、评估认证内容、评估认证机构管理等进行了规范，建立了绿色债券自律管理协调机制。

（三）碳市场

碳市场作为控制温室气体排放的政策工具，也是绿色金融发展中的重要方面。1997年的《京都议定书》确立了三种排放权交易机制——国际排放贸易机制（IET）、清洁发展机制（CDM）、联合履行机制（JI）。2016年11月4日《巴黎协定》生效，是继1992年《联合国气候变化框架公约》、1997年《京都议定书》之后，人类历史上应对气候变化的第三个里程碑式的国际法律文本，形成了2020年后的全球气候治理格局。

碳减排交易融资有利于解决低碳经济发展的资金问题。碳减排交易融资包括企业自己搞碳减排和对低碳技术及其应用推广的投融资两方面。第一个方面可以通过碳限额交易完成，企业投资或者融资进行改造实现少排放，并从节省配额或者出售配额中获得回报。第二个方面是对碳减排技术及其应用推广的投融资问题，碳交易的价格对投资

者来说，是低碳技术的市场价值，会促使私人投资增加，从而刺激低碳技术的研发和市场化应用，包括新能源、碳捕获和碳沉降等。

尽快建立统一的碳交易市场是以市场化方式解决企业减排成本补偿问题的关键。降低碳排放必然增加企业成本，引导企业发展低碳经济有两个政策可供选择：一是财政税收，二是市场调节。补贴和征收碳税属于行政管理行为，指标是人为制定的，其合理性和有效性较低，而市场价格信号相对来说更加准确。同时，相对于财政补贴和征收碳税，采用市场化方式来补偿企业的减排成本，解决其资金问题，效率高、公平性好、行政成本低，有利于发展低碳经济。同时，在市场建立和发展过程中能够催生出一批相关行业和企业，创造新的就业机会。此外，建立国内碳交易市场，争取低碳发展游戏规则制定的话语权，能为我国企业争取更多的利益。

我国碳市场的发展分为三个阶段。第一阶段，我国通过清洁发展机制项目参与国际碳市场交易，但是仅作为需求的提供方，非真正意义上的独立市场，该形式的交易规模逐年递减。第二阶段是国内自愿减排交易，即企业购买自愿减排量进行碳中和为主要市场活动，具有自愿属性，交易规模有限。第三阶段以2013年7省碳交易试点启动市场交易为起点，形成我国强制与自愿并存的阶段。待全国市场启动后，我国将进入强制碳交易市场阶段。

2011年，发改委下发《关于开展碳排放权交易试点工作的通知》，批准北京、天津、上海、重庆、广东、湖北和深圳7省（市）开展碳排放权交易试点，7个试点市场相继启动。在交易市场内，减排成本高的企业可以通过购买其他企业富余碳排放权配额或自愿减排量的方式，以最低的成本完成减排目标。同时，碳债券、碳资产证券化和碳基金等碳金融衍生产品也可以在市场内进行交易。截至2017年9月末，7个碳排放交易试点省市共纳入控排企业和单位接近3000家。各地陆续推出了碳配额场外掉期、碳配额远期、碳债券、碳配额回购等试点，交易工具和产品日趋丰富。7个地方的试点，在总量控制、配额分

配、排放数据的监测、报告和核查等方面积累了大量宝贵经验，为全国碳市场的推出奠定了基础。2017年12月，国家发改委发布《全国碳排放权交易市场建设方案（电力行业）》，标志着全国碳排放交易体系的启动。目前相关基础建设工作正在推进中。建设全国碳排放权交易市场，是利用市场机制控制和减少温室气体排放、推动绿色低碳发展的一项重大创新实践。当然我国的碳市场发展还在起步阶段，市场发展还存在产品定价尚在探索、市场价格发现功能缺失、控排企业缺乏参与积极性等诸多制约因素。

（四）银行环境压力测试

发展绿色金融的一个关键问题是要为绿色投融资提供环境风险量化的工具，其中的环境风险压力测试是一种国际通用的、有效的量化分析方法，有潜力成为推动绿色金融发展的重要工具。气候环境问题具有明显的外部性特征，环境变化带来的外部经济、外部不经济均可转变为企业生产经营中的内生变量。企业运营成本的增加将导致盈利能力和偿债能力的减弱，进而影响商业银行信贷资金安全，压力测试为量化这种环境风险提供了重要的工具。气候环境压力测试的主要作用在于：量化测算环境因素对银行信用风险的影响，为信贷产品定价提供环境风险因素的衡量依据，有利于银行合理安排信贷与投资组合，为银行业监管机构考虑环境要素风险时提供参考。当然，实施环境压力测试后，监管部门需要对资本充足率、风险权重等指标进行相应的重新计算，才能更好地引导金融机构加大对绿色项目的支持。

（五）绿色担保基金

设立担保基金，实现政府政策意图，是国外大多数国家和地区（如韩国、法国、菲律宾、中国台湾等）的普遍做法，并且起到了积极作用。从实践看，欧美国家的贷款担保业务，基本上都是体现国家政策或制度方面的意图，成为实现政府特定目标的金融工具，具有明显的政策性。

2016年8月31日，中国人民银行等七部委联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》，明确要求：“鼓励和支持有条件的地方通过专业化绿色担保机制、设立绿色发展基金等手段撬动更多的社会资本投资于绿色产业。”绿色金融具有环境外部性、期限错配、信息不对称、分析能力不足等特征和挑战。担保则具有保证绿色责任履行、信用增级、减少信息不对称、风险管理、降低市场交易成本的功能。通过专业化的绿色金融担保服务，可以调整金融机构对环境风险的认知，深化对与环境因素相关的金融风险的理解，完善定价机制，调整和不断健全环境外部性内部化的机制体系，满足产业、能源和交通等主要绿色领域的投资需求，运用市场化手段，有效缓解绿色金融面临的环境外部性、期限错配、信息不对称、分析能力不足等问题。

需要强调的是，要厘清对担保基金功能的认识。政策性担保基金往往是政府出资，国资委或者相关部门要对其进行监督考核，一般对担保基金设有保值增值的约束性条款。但问题是，政府设立担保基金的初衷是什么？是为了利用担保基金实现国有资产保值增值，还是服务绿色企业或绿色项目的创新发展？如果是后者，那么以保值增值作为约束，将很难真正有效支持绿色创新发展，因为绿色发展或绿色科技创新往往是高风险的，失败概率较高。从这个角度看，在绿色经济创新发展领域，政府担保基金有一些损失是很自然的现象。当然，前提是必须建立一系列科学合理的考核机制，防止拿政府的担保基金乱作为甚至违法乱为。因此，很多地方成立担保基金就应该有承担一定损失的准备。

此外，要发展绿色指数及相关产品。推动建立强制性绿色保险制度，把与公众利益密切相关的环境污染等领域作为责任保险发展的重点，逐步在环境高风险领域建立环境污染责任强制保险制度，为生态文明和“美丽中国”建设提供绿色保险保障。如采矿、化工、危险品运输等。对上市公司，要采取国际上通行的上市公司强制性环境信息披露制度。上市公司是资本市场的基石，在落实环境保护方面责无旁

贷，建立强制性环境信息披露制度有助于提升上市公司的质量，既是资本市场稳健发展的重要制度，也是促进环境质量改善的新举措。

五、稳步推进绿色金融改革区域试点

绿色金融是一个新生事物，人们对发展绿色金融的认识在不断深化，推动绿色金融发展的路径和模式尚在探索之中。设立绿色金融改革创新试验区，就是通过试点建设，因地制宜地探索绿色金融体制机制创新，在政府的引导下，运用市场化手段将更多金融资源配置到节能、环保、绿色减排项目，使绿色经济能够得到有效的金融支持，探索出一条实现环境效益和经济效益双赢的新路，并形成在全国可复制、可借鉴、可推广的经验，从而推动我国经济发展的绿色转型和新旧发展动能的转换，启动新的增长点。

近1年来，浙江等五地绿色金融试点地区以金融创新推动绿色发展为主线，稳妥有序地推进各项试点工作，绿色金融产品和服务创新不断涌现，市场激励约束机制初步建立，政策支持体系不断完善，绿色金融国际合作有序开展，社会绿色金融改革创新理念和氛围日益形成，试点建设取得了积极成效。但也要清晰地看到，试点中存在绿色金融相关标准界定模糊不统一、金融机构获取绿色信息困难、价格发现和风险定价的市场化程度滞后、部分配套支持政策难以落地等问题。

下一步，绿色金融改革区域试点要在完善绿色金融标准体系、更好地创新金融产品和金融服务、切实加强风险防范、推进绿色环境信息披露、提升金融机构能力建设以及强化技术人才支持保障等方面积极探索，大胆闯、大胆试，不断地为我国绿色金融发展提供可复制推广的经验模式，从而提升绿色金融支持实体经济绿色转型的能力，促进我国经济的绿色转型和可持续发展。

第三节 用辩证思维抓根本

有效去产能的关键[注]

2015年底召开的中央经济工作会议，提出推进供给侧结构性改革的“三去一降一补”五大任务，其中钢铁行业、煤炭行业的去产能任务是重中之重。2000年以来，钢铁行业、煤炭行业多次成为重复建设、产能过剩治理和产业结构调整的重点行业，政府为此投入了大量的人力、物力、财力。如2016年，中央财政设立工业企业结构调整专项奖补资金，规模达两年1000亿元。更值得关注的是，近年来产能过剩问题不仅存在于钢铁、煤炭等传统行业，而且开始向光伏、多晶硅等战略性新兴产业蔓延。

从这个意义上讲，厘清过剩产能产生的复杂原因及其背后的体制机制根源，是有效去产能的关键。对钢铁行业的产能过剩，有两个问题需要各界思考：一是钢铁行业的去产能问题为什么会反复出现？二是缺水少矿的河北为什么会成为我国最大的钢铁基地？从这两个问题的观察和思考出发，可以追溯产能过剩问题纷繁表象背后的真正逻辑，并从根本上找到应对诸多行业产能过剩之道。

一、判断产能是否过剩是一项困难的工作

产能过剩这一概念从字面上很容易理解，就是指产能供给大于需求，供给能力存在一定闲置。与国外主要基于产业组织和市场结构等微观视角的研究方法略有不同，国内的研究较多强调从整体行业，或者宏观经济视角看待产能过剩问题，此时，就必须区分宏观与微观、正常的需求波动与体制性供给过剩、即期产能过剩与预期产能过剩等多方面的内容。

从这个意义上讲，在统计上准确判断产能过剩，尤其是行业一段时期之后的产能过剩程度，十分困难。其中，最大的难点在于，预测

一个行业未来的供需状态存在很大的不确定性。跨越这种信息鸿沟，无论是对企业自身而言，还是对政府部门而言，都是极大的挑战。

20世纪上半期，以米塞斯、哈耶克为代表的奥地利学派和以泰勒、兰格为代表的新古典市场社会主义学派，围绕社会主义经济核算问题展开了一场论战，其中涉及中央计划者是否能够预测产品供求和价格等问题。

在哈耶克看来，判断一个行业未来的供需状况需要大量的信息，中央计划者不可能了解产品的所有相关信息。他甚至认为，由于激励问题，中央计划者根本不会尽可能地利用一切可资利用的知识参与经济生活。但兰格持相反的观点，他认为中央计划者对整个经济体制的了解要比私人企业广泛得多，因此中央计划者可以模拟市场，从而实现社会经济的一般均衡。

哈耶克对兰格模式进行了批判："第一，真正负责的人并不是企业家，而是那些批准企业家决策的政府官员；第二，所有棘手的难题实际上都是因创新自由及责任判定这两个问题的不明确而产生的，而这两个问题的存在往往是与官僚制度紧密联系在一起的。"

事实上，兰格的思想在当下的中国拥趸颇多。一种流行的看法是，政府部门对行业供求动态状况的了解好于单个企业，在判断产能是否过剩方面胜过企业。这是潜伏在众多专家和学者大脑中的计划经济观念的衍生品。在企业相对独立的市场经济状况下，除非假定政府部门的工作人员比企业部门的工作人员更聪明，以及拥有更多的行业信息，否则仅能认为政府部门对未来的判断和一个企业的判断是相同的。

然而，我国众多案例表明，在现实社会经济生活中，政府部门对未来行业供求的判断能力可能要劣于行业中单个企业的判断能力，因为政府部门没有人才优势、信息优势，也缺乏物质激励和努力工作的激励。更为重要的是，政府部门对行业供需状况的判断劣于市场中多个企业判断后形成的行业供需状况的自然结果。因为市场过程是系统

性的、相互协调的一系列计划修正，是分散的信息传递和知识交换所形成的最终结果，这恰恰是市场在资源配置中起决定性作用的机理所在。

在判断行业产能过剩方面，我国有众多案例需要进一步探究。2003年是中国钢铁业的高速发展之年，钢铁行业固定资产投资额同比增长180.76%，整个行业热度不减，进入钢铁行业的企业越来越多。著名的铁本事件就发生在这一时期。2003年12月，国家出台了《关于制止钢铁行业盲目投资的若干意见》后，铁本项目被紧急叫停。但是，尽管国家对钢铁行业三令五申，我国钢铁行业仍然迎来了大发展，2016年，粗钢、钢材产量分别为80836.57万吨、113801.24万吨，分别为2003年的3.64倍和4.72倍。类似的典型案例也出现在电力、汽车、光伏等十几个行业中。

亚洲金融危机期间，我国用电增长放缓，出现暂时性电力富余，部分地区出现“窝电”现象。相关政府部门对电力供需关系发生误判，并导致严重的决策失误。1999—2002年，发电装机的增长率逐年下降，分别为7.7%、6.9%、6%和5.3%。伴随着经济的好转，2004年上半年全国有24个省级电网出现拉闸限电现象，2004年发生了中国历史上前所未有的电荒问题。此外，2006年出台的《关于汽车工业结构调整意见的通知》（以下简称《通知》）预计，我国汽车市场需求不到600万辆，全行业产能却达到800万辆，产能过剩的苗头已经显现，并有可能进一步加剧。为此，《通知》提出了多项措施，寻求结构调整和产能调控。不过，根据中国汽车协会的统计数据，2016年我国汽车产量为2811.88万辆，销量为2802.82万辆。

二、政府行政方式对去产能的影响

一个行业的产品供需是一个动态平衡的过程。一段时期供给大于需求，就出现产能过剩，产品价格下降；一段时间供给小于需求，就会出现产能不足，产品价格上升。因此，在一段时期行业供需不平衡

是市场经济常有的现象。在短期出现行业供需失衡而未出现产能严重过剩的情况下，政府部门也常常提出产能过剩的问题。这种情形的出现或许是政府部门判断失误，但更多情况下是大型低效企业游说政府部门的结果，这导致行业受到管制、低效企业得以维持，行业产业结构升级缓慢。

例如，2006年相关部委认为，钢铁、电解铝、电石、铁合金、焦炭、汽车等行业产能已经出现明显过剩；水泥、煤炭、电力、纺织等行业虽然产需基本平衡，但在建规模很大，也潜藏着产能过剩问题，相关部委出台了多项化解产能过剩的政策措施，花费了巨额的财政资金应对当时所谓产能过剩的问题。上述多数行业2006年与2016年产销量对比显示，多数行业并没有出现严重的产能过剩，但由于进入这些行业受到管制，缺乏竞争导致低效企业大行其道，产业结构升级进展缓慢。

一些情况下行业出现严重产能过剩，这称为市场失灵。在这种状况下，常常有专家学者认为市场自我化解产能过剩需要很长时间，会导致社会资源的浪费，而政府行政去产能可以更快。这种论调既没有理论支撑，也没有实证支持，在逻辑上也讲不通。在产能过剩已经出现的情况下，无论是市场自身化解过剩产能，还是政府部门参与化解产能，已形成的过剩产能都转化为产业发展的固定成本。在产能过剩成为既定事实的情况下，需要论证市场自我化解产能过剩与政府通过控制产量、管制价格、给予补贴等行政方式化解产能过剩两种方式的优劣问题。但是，即使行业出现了严重过剩产能的情况，政府部门参与行业去产能的负面影响仍不容忽视。

首先，政府部门行政手段去产能改变了市场的激励约束机制，干扰了行业的正常调整，加大了行业供需的波动。在政府行政去产能的情况下，一些企业预计未来产量减少、价格上涨，单个企业的最佳应对策略是增加产量，而不是按照政府部门的要求减少产量。政府部门通过行政手段控制产量会推升价格，价格上涨会提高原来处于盈亏平

衡的企业盈利水平，刺激企业提高产量，导致产量的实际上涨。2016年我国钢铁行业产量增加和价格上涨现象是值得思考的案例。

我国钢铁企业众多，产业集中度低。这样的市场结构决定了只要还存在盈利，企业就有足够的动力增产。受价格下降的影响，社会各方对钢材的下游需求基本上持较为悲观的态度，生铁、粗钢、钢材产量在2015年2月至2016年6月累计同比是下降的。在相关政府部门以行政性方式去产能的背景下，加之受房地产行业、汽车行业等需求端的影响，国内钢材供需调整，导致粗钢等行业的价格与产量双上升的局面。

其次，政府以行政方式去产能会导致行业产能过剩周期性地出现，也不利于产业结构升级。通过考察我国钢铁行业去产能的历史可以看出，治理政策大多以严格的项目审批、严格的市场准入等行政手段为主。虽然2003年以后开始强调发挥市场的作用，但在具体措施上仍然主要依赖行政手段。以行政手段为主的治理政策，面对地方政府和企业的博弈，难以真正实现供求均衡和化解过剩产能的目的。

其中一个重要原因是，政府部门很难区分高效率企业和低效率企业，去产能的结果可能是低效率企业该去的产能没去，而高效率企业不该去的产能被去了；“僵尸企业”没被关闭，而一些较为健康的企业被关掉了。

最后，在行政去产能的情况下，政府部门掌握了很多资源，这些资源也成为低效企业追逐的对象，并且是大量“僵尸企业”赖以存在的主要资源来源。显然，在政府部门没有以各种变通的方式输血“僵尸企业”的情况下，“僵尸企业”由于无法从其他市场主体得到维持持续经营的资源，最终都会倒闭破产。

更为严重的后果是：一方面，当低效率受保护的企业留在行业内时，这些企业根本没有动力推动技术进步和产品升级，并因为其受到政府部门的保护而有能力抵制企业间的兼并、重组；另一方面，低效率企业的存在及行政干预必然导致钢铁产品价格较高，这也将吸引高

效率企业进入，而高效率企业的进入必然导致产品增加、价格下降、低效率受保护企业出现亏损。此时低效率受保护企业又必然游说政府注资救助。这样就形成了一个循环，钢铁行业的这一周期性特征使政府部门将其认定为产能过剩行业。一些其他竞争性行业被政府部门认定为产能过剩的原因也是如此。

从我国情况来看，这种周期性地出现产能过剩的行业主要有以下特征。一是受管制垄断行业。这些受管制行业的企业没有动力推动技术进步和产业升级，高质量、低成本供给缺乏，受高利润的驱动，企业以各种方式进入这些行业后，导致这些行业产能过剩。但这些受管制的低效率行业有很大的动力游说、俘获政府部门推动行业去产能，或者提高进入行业的门槛，或者寻求注资、名目繁多的各类变形的财政补贴或者优惠信贷等。在享受隐性财政补贴的传统行业可以找到多个案例。

二是大型企业占主导地位的竞争性行业。这些大型企业成本高、质量差，在需求减少的背景下有能力游说政府部门推动行业去产能，并有能力从中获得政府部门在去产能过程中支出的财政补贴等社会资源。实际上，国内一些产品质量差、价格高、产业结构升级慢的行业基本上都曾受到准入限制或者享受到政府部门或明或暗的补贴。

三、市场化方式去产能是经济转型和产业升级的必由之路

在市场自我调整、修正错误的情况下，做出错误判断的企业受到损失，做出正确判断的企业得以发展。在产能过剩比较严重的情况下，产品质量好、成本低的企业竞争力强，能够生存下来，质量差、成本高、竞争力弱的企业由于亏损逐步退出市场。这样，市场就能以优胜劣汰的方式化解行业的过剩产能。

良性竞争的市场环境是促进产业结构调整升级和产业布局优化的关键。一般而言，在供给小于需求的行业，企业没有动力降低成本、提高产品质量，结果行业技术进步的动力不足，产业结构升级也缓

慢。在市场产能过剩、价格下降时，企业需要通过与其他企业竞争的方式寻求生存。按照熊彼特的“创造性破坏”理论，当行业景气循环到谷底时，一些企业退出市场，而另一些企业则通过创新以求生存。当行业内多余的竞争者淘汰出局，或是一些成功的企业有所创新时，行业的生产效率提高、利润增加。当行业重新有利可图的时候，它又会吸引新的竞争者进入，回到之前的状态。在熊彼特看来，市场经济的创造性与毁灭性是同源的。在熊彼特的“创造性破坏”过程中，竞争不仅仅是价格竞争，还有新商品、新技术、新供应来源、新组合形式的竞争。

竞争是产业升级、行业技术进步的基础。市场的竞争有两种方式：一种是价格的竞争，另一种是质量的竞争。政府应该更多地在制定和执行规则和标准上发挥作用，真正让市场竞争成为良性质量竞争，这样才能真正以市场化、法治化的手段推动供给侧结构性改革以及结构性调整。

价格竞争是市场竞争的最基本形式，是在产品标准确定后，企业在同质产品基础上的竞争。价格竞争的本质是成本的竞争，成本必须全面涵盖生产经营过程中所发生的各类成本，如污染的成本，否则就会因成本外部化而产生不公平的竞争。政府应该更多地在制定和执行环保、能耗和质量等规则和标准上发挥作用，只有这样，才能避免出现“劣币驱逐良币”现象。

质量竞争是企业为了摆脱行业内产品同质化的束缚，通过技术、创新等实现产品质量的差异化来获取竞争力。竞争带来的优胜劣汰压力，会促使企业通过努力加快技术进步、产品创新和加强内部管理，提升产品质量，赢得市场竞争力。这样就可以促进实现优秀企业的生存和持续发展，也可以促进产业结构转型升级。

总体来看，在我国目前发展比较好、产业升级快的众多行业中，如手机、电视机等行业，基本上都找不到政府严格限制准入、控制产量、管制价格、给予补贴的现象。

以市场化方式应对产能过剩是我国推动社会经济结构转型和产业结构转型升级的必然选择。只有以市场化方式应对产能过剩，才能从供给侧入手，推动企业通过科技创新、产品升级为市场提供技术新、质量高、服务好的产品，推动产业向中高端迈进。只有以市场化方式应对产能过剩，才能通过倒逼机制，促使企业加快推进兼并重组，淘汰落后产能，有效整合行业内部资源，提高产业集中度。在行业产能过剩特别是产能严重过剩的情况下，整个行业的结构升级转型必然要经历一场阵痛，相关企业可能倒闭、大批人员可能失业，相关资源从一个行业流向另一个行业。这是资源配置优化的过程，其结果就是产业结构的升级。

四、政府部门在应对当前产能过剩中的角色

以钢铁业为例，从产业发展的视角看，河北省属于缺水、少矿地区，并不适合大规模发展高耗水、高污染的钢铁产业，但为什么河北最终发展成我国最大的钢铁产地？其中的主要原因有两点。一是中央政府相关部门产业政策的不恰当干预。例如，宝钢湛江项目和武钢防城港项目，本来有利于改变钢铁产业北重南轻的格局，虽然这些项目早在2008年就开展前期工作，但迟迟未获批准，直到2012年才取得批文。二是地方政府的放任。地方政府以GDP为导向，对环保不够重视，作为不够，甚至放松环保要求吸引钢铁项目投资，结果是污染成本外部化。河北省钢铁企业众多，但除少数大型国企外，其余规模相对较小且多为民营企业，产能水平较低，控制污染排放方面的投入不足，导致污染成本外部化，环境污染问题日益严重。

在我国社会经济转型时期，应对行业产能过剩，既要发挥市场在资源配置中起决定性作用，也要更好地发挥政府的作用。从以往情况来看，“劣币驱逐良币”现象和产能过剩问题的出现，主要是没有划清政府和市场的界限，政府或越位或错位，影响了市场机制的发挥，无法形成良性竞争的市场环境。结果使钢铁产能大起大落和过剩产能不断反复，同时引起价格暴涨暴跌，陷入产能越去越多的怪圈，难以

真正实现过剩产能的淘汰和“僵尸企业”的退出。在应对钢铁行业产能过剩过程中应重塑政府部门的角色。

一方面，要防止政府部门的乱作为。取消政府部门对钢铁行业过多的行政审批权，避免以行政性手段配置资源，减少政府部门对钢铁行业的注资、救助等保护性措施，充分发挥市场对资源配置的决定性作用，利用钢铁行业优胜劣汰的市场机制，促进钢铁行业的产业升级和结构转型，消除钢铁行业过剩产能问题周期性地成为政府部门任务的现象。确保政府部门在过剩产能行业寻求财政补贴、财政投入、优惠信贷等方面无所作为，减少各类政府产业基金、亏损补贴等政府投入的资源。

政府部门对民营企业和混合所有制企业要遵循“法无授权不可为”，在相关政策执行缺少具体法律依据的情况下，要按照已有法律规定执行。政府不遵守法治的典型现象是，在产能不足、价格上升的情况下，降低环保、质量、安全等各种准入，在产能过剩的状况下执行更严格的环保、质量、安全等法律规定。

另一方面，要防止政府部门的不作为。政府部门应做好规则和标准的制定，加强对环保、能耗等的监管执法，用法治化手段引导市场行为，通过成本内部化减少外部性，为形成良性竞争的市场环境创造条件。在当前钢铁行业去产能的过程中，政府要依靠法律、经济和技术手段，如能耗标准、物耗标准、质量标准、环保标准、安全标准等减少、淘汰落后产能。对没有达标的企业，要督促限期改造，以此淘汰落后产能、高成本企业。

---

1. 本文为《去产能背景下钢铁产业转型升级研究》一书的序言。

去杠杆的标本兼治之策[注]

近年来，我国债务杠杆率问题引起人们普遍关注，主要表现在非金融企业杠杆率较高，且增长迅速。在非金融企业中，国有企业杠杆率较高，产能过剩行业杠杆率较高。居民部门和政府部门的杠杆率近年来上升也较快。此外，金融业杠杆率上升的事实及潜在的风险未受到应有的重视。

从宏观上看，高杠杆率是在经济潜在增长率下滑的背景下，政府过度刺激经济的结果；从微观上看，公司治理弱化、监管不到位、预算软约束等是企业、地方政府和金融机构杠杆率高的主要原因。

因此，在货币政策保持稳健中性的同时，应淡化经济增长的目标。微观上，加强公司治理、规范中央与地方财税关系、优化金融监管、完善激励约束机制才是去杠杆的有效措施，才可能从根本上有效化解高杠杆率的债务风险。要有序推进金融业的去杠杆，既要避免暴力去杠杆和缩表引发的“债务 - 通缩”风险，又要在宏观政策和监管上保持对金融机构去杠杆的压力，促使其主动去杠杆。

一、我国杠杆率状况

近年来，我国杠杆率问题引起了人们的广泛关注，尽管数据口径存在差异，但杠杆率增速较快、债务负担日益沉重已成社会各界的共识。

从宏观视角看，我国整体杠杆率不高，但上升速度较快。截至2016年第二季度，我国实体经济部门（政府+非金融企业+居民）杠杆率为254.9%，在BIS（国际清算行）统计的42个样本国家中仅处于中等水平，远低于同期发达经济体的281.4%，仅分别比全部样本和G20国家平均水平略高7.6个百分点和7.7个百分点。但我国总体杠杆率从2008

年以来由148.3%迅速上升至2015年的254.8%，已高于全部样本、新兴经济体和美国总体杠杆率水平。

我国杠杆率问题主要集中在非金融企业部门。尤其是自2008年以来，随着信贷规模的扩张，非金融部门杠杆率出现了较大幅度的提升，由2008年的98.6%迅速上升至2015年的170.8%。而且目前在全部样本中已是第四名，仅次于卢森堡的343.3%、爱尔兰的267.2%和中国香港的213.8%，但这三个经济体都是全球著名的离岸金融中心，杠杆率一直很高，不能作为可比的参照系。

政府部门杠杆率总体稳健，但地方政府债务风险不容忽视。2008年以来政府部门杠杆率增长平稳，由31.6%上升至2015年的44.4%，2015年中国政府部门杠杆率在全部样本中仅高于中国香港、卢森堡等15个经济体。

值得注意的是，地方政府债务和潜在风险一直是国内外关注的焦点。根据2014年最后一次地方政府债务审计结果显示，截至2014年12月31日，地方政府性债务余额为24万亿元，其中地方政府负有偿还责任的债务规模为15.4万亿元，地方政府或有债务规模为8.6万亿元。但这些仅是显性债务。

如果考虑到城投债、各种其他隐性负债，以及融资平台以国企身份继续借款举债等问题，则政府负债率极有可能超出了60%的政府债务警戒线。尤其是近年来一些地方政府热衷于设立各类专项基金、引导基金、名股实债的PPP（政府和社会资本合作），多层嵌套对接银行理财、信托等资金不断加杠杆。

需要关注的和讨论相对较少的是金融业的杠杆率问题。最近几年，随着我国金融业的发展，新兴金融工具、金融产品和金融业态日益丰富，金融业的影子银行不断扩大，同时部分金融机构借短贷长，在金融市场不断加杠杆，导致金融业杠杆率快速上升。虽然没有十分确切的数据显示我国金融杠杆率状况和风险程度，但相关迹象表明金融业杠杆率上升很快，隐含的风险较非金融企业更大。

二、杠杆率与金融风险的关系

首先，虽然杠杆率水平一度被视为系统性危机的预警指标，但国内外研究表明，有关杠杆率与金融危机的阈值关系尚无定论。事实上，杠杆率上升速度而非杠杆率水平与危机关系更为密切，需要高度警惕杠杆率水平在短期内的快速攀升。

野村证券（2013年）提出著名的“5-30”规则，即发生危机之前的5年，信贷占GDP比例一般都要上升30%以上。赖因哈特与罗戈夫（Reinhart & Rogoff，2011年）认为实体经济部门债务飙升往往是银行危机的前奏，且公共债务迅速上升与主权债务危机密切相关。

国内类似研究表明（宋立、牛慕鸿等，2016年），对包括我国在内的41个经济体所做的计量研究发现，一国杠杆率年均增速由5%提高到10%，年均经济增速将下降约0.4个百分点，系统性危机的概率将由12%跃升至40%；居民部门杠杆率年均变动幅度由3%升至5%，房地产危机的概率将提高8.6个百分点；政府部门杠杆率变动幅度由5%升至10%，发生债务危机的概率将提高20个百分点；企业杠杆率年均变动幅度由5%扩大到10%，发生信贷危机和股市危机的概率将分别提高16.1个百分点和9.5个百分点。

其次，从杠杆率与经济增长的关系看，加杠杆的风险在不同杠杆率水平和不同经济周期阶段的差异较大。

目前，我国宏观杠杆率已超过有利于经济增长的拐点值，继续加杠杆的边际收益下降，边际风险上升。近年来，全社会杠杆率以及M2/GDP的快速上升，主要反映了经济运行效率的下降而非金融改革的深化，同时房地产等行业资产泡沫的不断膨胀，也增大了通胀水平被系统性低估的风险。

根据国际经验数据，我国宏观杠杆率已超过加杠杆有利于经济增长的拐点值，增加单位GDP所需的增量债务不断扩大。中国人民银行的数据表明，2011—2015年我国边际杠杆率（增量债务/增量GDP）从

158.7%上升到406%，存量杠杆率从180%上升到234%，边际杠杆率上升速度超过存量杠杆率上升速度，表明债务扩张速度已快于产出扩张速度，即同样新增1%的负债，杠杆率上升速度将大于1%。

事实上，随着要素禀赋和外部经济环境的变化，中国经济正经历速度换挡和动力转换的转型。一方面是货币信贷扩张对经济拉动效果逐渐减弱，实体经济投资回报率不断下降，2007—2015年，单位GDP需要的资本投入量从3.5上升到6.7；另一方面是大量流动性充斥于金融市场和房地产市场，资产泡沫将进一步加剧金融脱实向虚，增强金融体系的脆弱性。以上两方面归结为一点，就是在边际上，继续加杠杆的收益已小于风险。

最后，金融业杠杆率问题容易受到忽视，而金融业过高的杠杆率与金融风险的关系更加密切。

金融危机与金融业过高的杠杆率密切相关。一般情况下，市场上出现的损失，可以通过金融市场以及经济体进行自我恢复调整。但如果杠杆率过高，那么市场上的损失对经济体以及对金融体系的打击都是巨大的。

2008年国际金融危机爆发后，美国金融业经历了明显的去杠杆过程，尽管次级贷款本身的损失并不多，大概是6500亿美元，但是它之所以能造成那么大的影响，原因就在于金融机构杠杆率较高。2015年，我国股市出现连续螺旋式暴跌，众多投资者通过HOMS（一款全托管模式的金融投资云平台）进行了高杠杆投资，而正是高杠杆投资在预期改变后带来金融市场踩踏以及随后的暴跌，才出现了羊群效应。

三、去杠杆两大策略

（一）去杠杆要把握本质，标本兼治，着力实施破解杠杆率迅速升高的治本之策

关于去杠杆策略已经讨论了很多。有人认为目前居民杠杆率还不算高；有人认为可以通过发展房地产进行杠杆置换，把非金融企业杠

杆率降下来；还有人认为，可以通过债转股实现存量去杠杆。

这些措施在短期和中期内自然都是可选之策，能够缓解一些燃眉之急，但从长期来看，这些办法还是没有抓住问题的本质——为什么非金融企业杠杆率在短期内迅速攀升，如果本质矛盾不解决，虽然杠杆置换和存量去杠杆能缓解企业财务风险，但痼疾仍在，病必复发。

我们要看到，如果一个国家的经济金融体系是健康的，杠杆率就不可能无限扩张。从美国次贷危机爆发的原因看，也是公司治理出了问题以及监管不到位，微观上风险不断积累，最终在宏观上导致了危机。

从这些经验看，杠杆置换和债转股都不能从根本上解决去杠杆问题，无论是通过市场化手段还是行政化手段来进行债转股。如果没有解决国有企业公司的治理问题，地方政府的财税软约束不能抑制其拼命扩大债务的动力，那么任何阶段的债务下降、任何方式的去杠杆都是解决不了问题的。这就像病因没有得到根除，只暂时切除肿瘤一样，不能从根本上解决问题。

（二）去杠杆要把握节奏，统筹施策，稳定宏观和监管政策的市场预期，有序去杠杆，防止政策叠加导致“债务-通缩”风险诱发系统性风险，也要保持战略定力，从宏观政策和监管上保持对金融机构去杠杆的压力，防止道德风险，促使金融机构主动去杠杆

中央定调“去杠杆”为“三去一降一补”的重要内容，成为供给侧结构性改革的重大任务以来，尤其是2016年中央经济工作会议以来，随着稳健中性货币政策的实施，金融监管政策趋紧，特别是资管产品统一监管等政策的逐步落实，必然在很大程度上改变近年来金融市场和金融机构的业务形态。

从总体来看，金融机构和非金融企业杠杆率逐步下行是大概率事件。政策趋势当然是好的，然而在策略上还是需要注意各方面的协调和推进节奏，有序去杠杆。应避免暴力去杠杆，还要对金融机构施加一定的去杠杆压力，防范道德风险。

首先要认识到，杠杆率的下降必然是一个比较缓慢的过程。“病来如山倒，病去如抽丝”，杠杆率高企的部分体制性难题的解决是很难一蹴而就的。比如，国有企业和金融机构的公司治理和预算软约束问题，从辉山乳业到山东连环债务风险的案例都充分表明，我国企业和金融机构的公司治理虽在形式上已较为完备，但“形似神不似”问题依然突出，真实的激励约束机制实际上并没有建立，或很难发挥作用。

再如，高杠杆率与高储蓄率下直接融资不发达密切相关，在降低储蓄率方面，根据笔者在《公共财政与中国国民收入的高储蓄倾向》中的研究，国有企业与政府部门等广义公共部门不受约束的投资行为实际上在短期内难以改变（硬币的另一面是，公共财政的建立必然也是缓慢的进程），中国的高储蓄率从结构上来看，公共部门（政府+国有企业）储蓄率不断攀升，私人部门（居民+私有企业）储蓄率相对稳定。公共部门储蓄率不断攀升根本上是由于政府部门热衷于加大投资保增长，忽视民生、公共服务和公共产品的结果。而发展股权融资也不是短期可竞之功。

其次是若各部门协调不畅、政策叠加，可能导致“债务-通缩”风险进而诱发系统性风险。费希尔（Fisher，1933）提出的“债务-通缩”理论，全面勾画了典型经济周期中的“债务-通缩”互动关系演变情况，从大规模去杠杆或缩表过程开始，这些政策一旦导致资产价格大幅下降，进而引发货币供应量下降和通货紧缩，企业资产负债表就可能进一步恶化（真实债务上升），这会导致企业进一步抛售资产，从而在“债务-通缩”间形成恶性循环。

在我国当前的去杠杆过程中，如果各方面政策叠加导致用力过猛，债务下降速度很可能快于杠杆率下降速度，经济增速则可能由于信贷萎缩而下降，也即Δ债务↓＞Δ杠杆率↓→ΔGDP↓，由于金融体系的脆弱性，这可能导致金融市场和金融机构暴露风险。

综上所述，去杠杆要有一个过程，既要避免杠杆率上升过快而引发债务流动性风险和资产泡沫，也要合理把握去杠杆的节奏，避免过快压缩信贷和投资可能引发的对经济增长的损害，避免去杠杆和缩表引发“债务-通缩”风险。在金融监管体制改革之前，需要在党中央、国务院领导下统筹宏观政策和金融监管措施的出台，对金融市场波动保持战略定力，确保不发生系统性金融风险，有序去杠杆，同时对金融机构施加去杠杆的压力，促使其主动去杠杆。

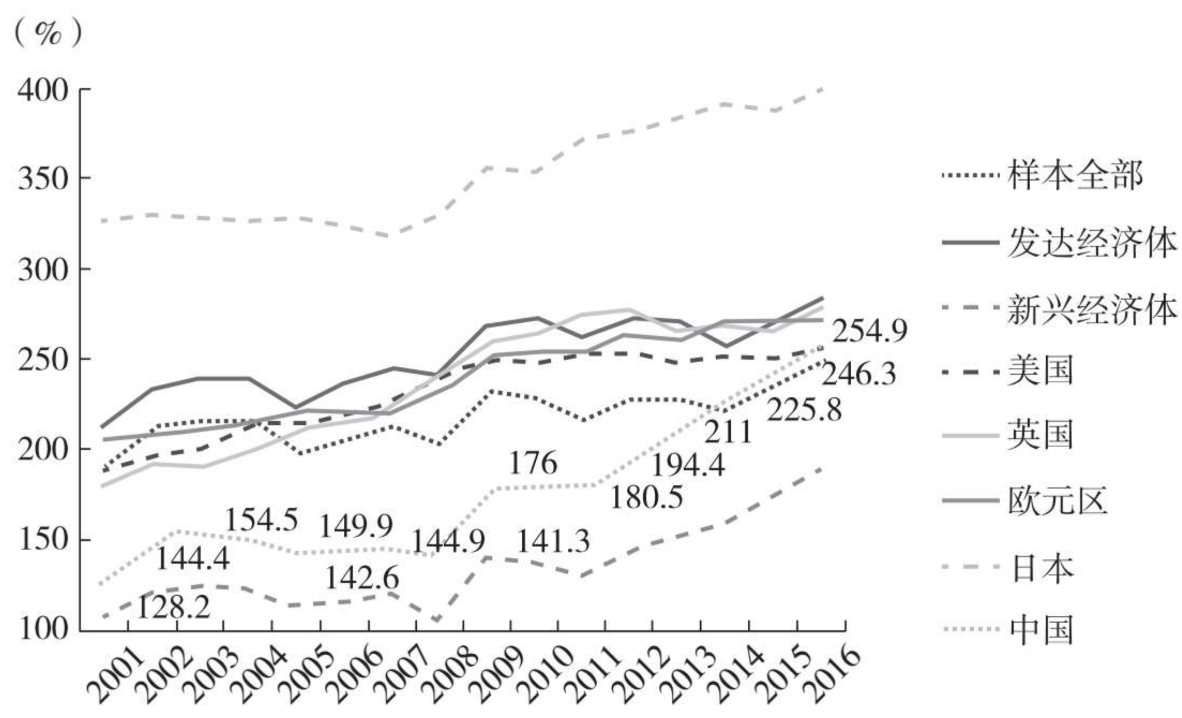


图3.1 2001—2016年非金融部门总体杠杆率

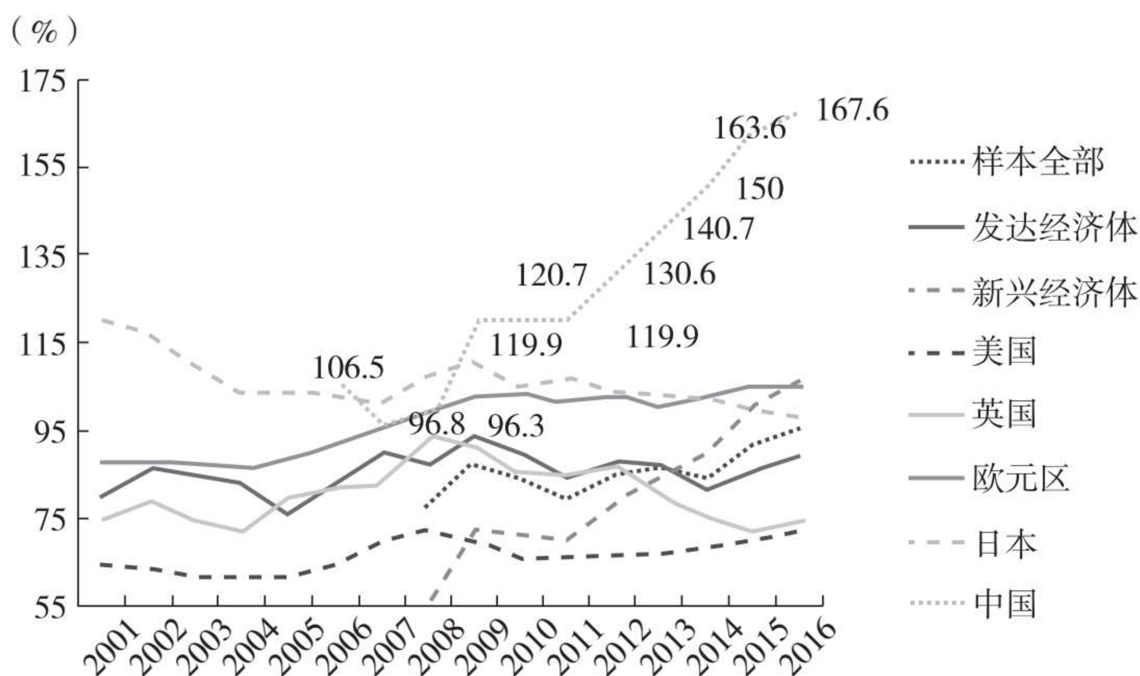


图3.2 2001—2016年非金融企业部门杠杆率

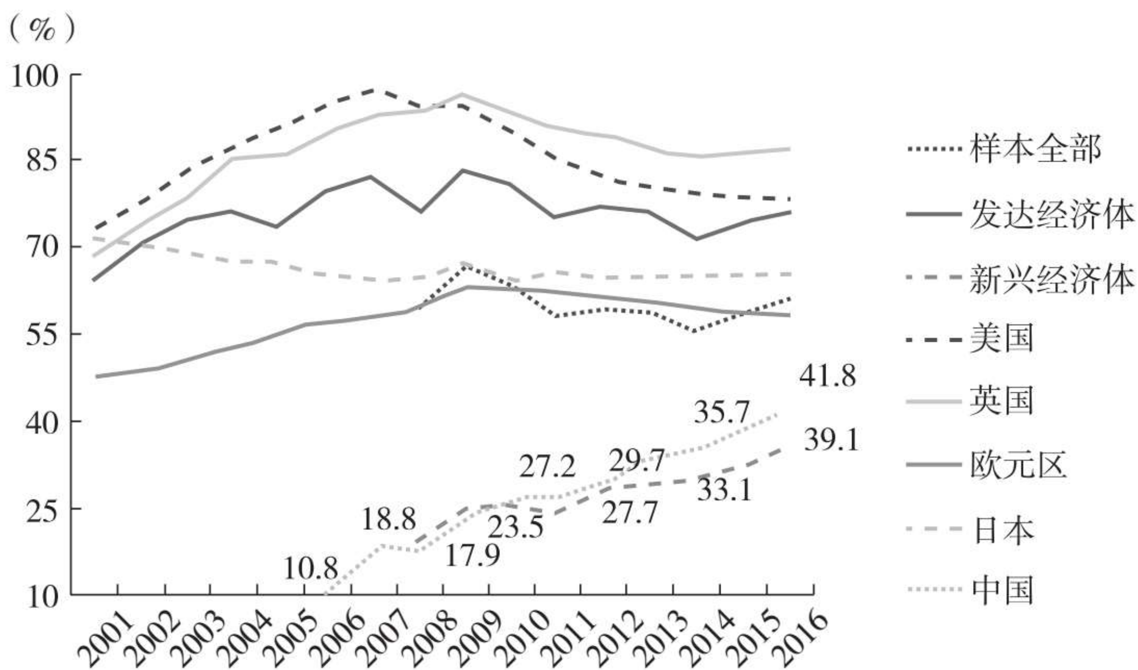


图3.3 2001—2016年住户部门杠杆率

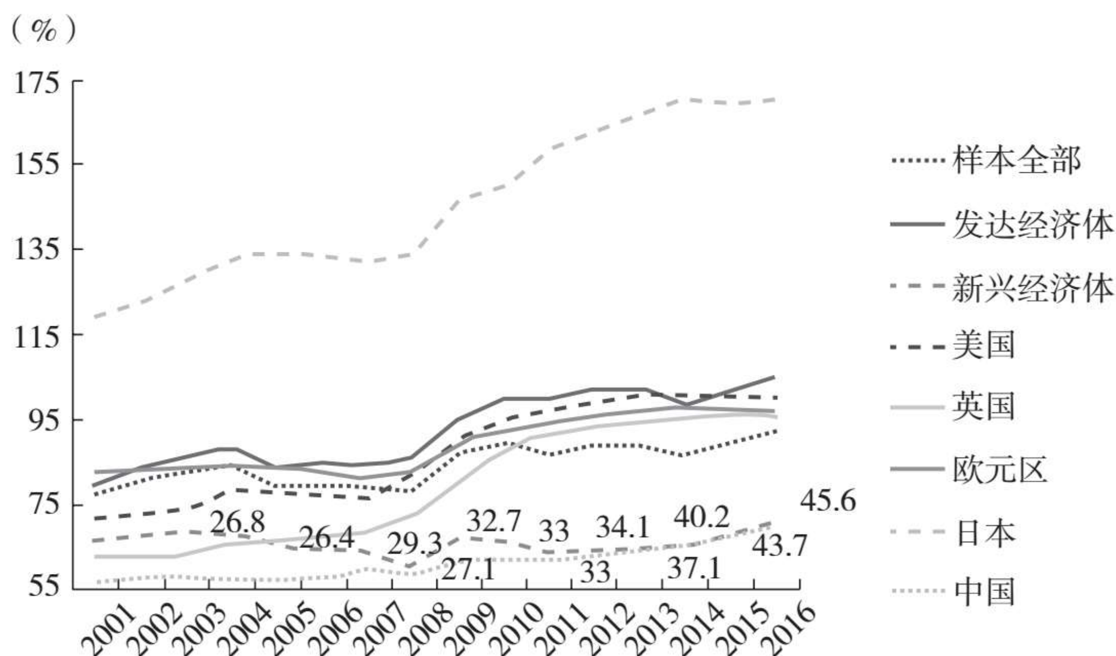


图3.4 2001—2016年政府部门杠杆率（名义债务值）

资料来源：BIS；数据截至2016年第二季度。

四、标本兼治之策

（一）淡化GDP增长目标，保持稳健中性货币政策，促使市场主体主动去杠杆

过度刺激的短期宏观经济政策有百害而无一利，是高杠杆产生的宏观环境。在经济潜在增长率已经下降的情况下，如果过度刺激经济，必然会加剧产能过剩，固化经济结构的扭曲。

我国通过《预算法》、《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43号文）对地方政府发债进行了控制、限制，但近年来又有所放松。地方政府通过政府产业基金、政府专项基金、政府引导基金、PPP等一系列措施追求经济增长，地方政府通过这种明股实债的方式加大投资，在投资收益很低的情况下，必然导致地方政府杠杆率上升，也必然推动整个社会杠杆率的上升。由此可见，中央和地方的财税关系这一软约束需要改革。

同时，金融宏观调控软弱无力是杠杆率上升的重要外部环境。金融监管博弈货币调控，监管部门基于对金融机构巨大而直接的影响力，自觉或不自觉地超越监管范畴，把金融发展当主业，把金融监管当副业，导致金融业自身杠杆率上升很快。而宏观经济调控令出多门，货币政策主体性和自主性不够，货币总闸门难以控制，导致近年来我国金融体系资产规模迅速扩张，股票和房地产市场等泡沫积累和破灭反复出现。

当前，要抑制整体社会杠杆率的上升，特别是非金融企业杠杆率的继续攀升，实施稳健中性的货币政策是短期应对措施的首选。在经济潜在增长率下滑的背景下，债务的快速增长意味着债务中流向非生产性或低效部门的部分越来越大。尽管存量债务可以逐步重组，但如果影子银行在短期内继续快速扩张，则信贷周期突然中断的风险将继续增加。因此，应切实保持货币政策的稳健中性，促进货币信贷的合理增长。

同时也要看到，我国高杠杆率问题主要源于社会经济的深层结构性问题，需要厘清多重目标的轻重缓急，淡化GDP增长目标。货币政策要更加稳健中性，财政政策要更加有效，在共同维护好去杠杆的宏观环境的同时，要着力推进更多结构化改革，促使非金融企业、地方政府和金融机构主动去杠杆。

（二）理顺中央与地方财政关系，建立地方政府财政收入与支出的激励相容机制，硬化地方政府财政约束

2016年，中央与地方税收收入划分以及中央与地方事权和支出责任划分改革均已正式启动。尤其是“营改增”试点全面展开，意味着作为“地方主体税种”的营业税将成为历史，尽管“营改增”试点期间采取了“打标签”的办法，将这项收入全部划为地方收入，但这是改革初期为不影响地方财力的过渡性安排，正确的改革方向依然是增加中央事权和支出责任。未来，地方政府缺乏主体税种、事权与财力不匹配的矛盾可能进一步凸显。

我国改革的一条重要成功经验是充分调动中央和地方的两方积极性，其中，应该充分调动地方的首创精神，激发其改革动力。因此，还应考虑授予地方政府税政权力，加强地方政府公共服务能力建设，使地方政府具备与其职责相匹配的财权与财力，摆脱对土地财政的依赖。在政策上，应深入研究财产税的实施路径，全面改革资源税，加快推进消费税改革，培育地方主体税种，增强地方自主发展能力。同时应发挥地方人大作用，对地方债务形成硬约束。

（三）解决公司治理这一核心问题

2001年，我国经济正处于通货紧缩状态，我在调研是否存在资金紧缺状况时，发现国有企业和集体企业均缺少资金，而民营企业不存在这种状况。民营企业的说法是，在经济形势不明朗的时候，投资等于过度冒险，因此它们完全依靠自有资金进行投资，实现了降杠杆，而不是借钱加杠杆。

从企业角度看，当前国有企业行政管理模式未彻底改变，国有企业资产效益不高、活力不足，追求资产规模、加杠杆的冲动较强，这是企业部门整体偿债能力下降、杠杆率不断攀升、信用风险加大的重要原因。

此外，在企业违约风险增加的背景下，企业部门杠杆率的上升也离不开金融机构的配合。一些金融机构公司治理不完善，预算软约束，获得高收益则成为个人的奖金，出现亏损则成为政府的责任，道德风险特别突出，管理和防控风险的意愿和能力不足。

举个例子，我在贫困地区的一个农村信用社调查时，曾与信用社主任有过如下对话。

我：农村信用社能否私有化？

农信社主任：不能私有化，私有化后就没有为“三农”服务的金融机构了。

我：农信社是否有利润？

农信社主任：没有利润。

我：当地是否有私人放贷的情况？

农信社主任：有。

我：是否赚钱？

农信社主任：当然赚钱。

我：你是否愿意承包农信社？

农信社主任：愿意。

我：能否赚钱？

农信社主任：当然能赚钱。

我：如果你承包这个农信社，如何将其经营好？

农信社主任：我会采取控制工资等各项成本、推动产品创新等各项措施。

由此可见公司治理的重要性。很多商业金融机构在做大做强的时候只顾自身发展，而不考虑风险上升，根本原因是公司治理问题没有得到有效解决。因此，需要进一步加大改革，完善国有企业和金融机构的激励相容的公司治理结构，强化财务约束。强化国有企业破产清算机制，从简单做大规模到提升在关键部门战略领域的竞争力，进行更长期的跨期安排。

（四）积极稳妥推进金融监管改革

我国金融体系的问题在于综合经营但分业监管，金融业的监管和发展问题不分开，就无法解决资本的真实性问题。因为监管部门热衷于鼓励所监管的机构扩大地盘，必然导致监管不到位，影子银行蔓延，金融业杠杆率上升。

更为重要的是，在金融机构治理不完善、金融监管不到位的情况下，金融安全网过度依赖中央银行。央行稳定金融的功能被简化成“付款箱”，在不参与日常监管的情况下参与救助，权责不对称必然导致救助处置耗时低效，兜底式“花钱买稳定”往往要付出更大的代价。

因此，要强化金融宏观审慎管理，加强和改善中央银行职能，防范系统性金融风险；要强化功能监管和综合监管，实现风险监管的全覆盖；要强化中央银行货币政策的独立性和自主性，在党中央国务院的领导下，减少其他部门的干扰，实施稳健中性的货币政策，为经济增长、供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。

要认识到金融安全是改出来的，不是保出来的。许多金融机构在金融市场上进行高杠杆投资套利，在金融市场紧绷的情况下，各类意外事件往往会形成不小的市场震荡，过分强调市场稳定就可能倒逼央行投放货币，在这一具有明显道德风险特征的制度格局下，影子银行的资产规模必然在整体资本水平不足的情况下进一步扩张，最终导致更高的杠杆率和潜在风险。

历史上，我国在治理策略上都是重债务风险处置、轻制度和约束机制建设，这必然会加剧刚性兑付和道德风险问题，导致金融风险的反复滋生。因此，只有引入金融机构市场退出机制，打破政府信用支撑银行信用导致的金融资源配置的扭曲，才能真正打破刚性兑付。

---

1. 本文最先刊发于中国金融四十人论坛，后刊发于2017年5月1日的《财经》杂志。

降杠杆并非利率越低越好[注]

余永定老师的论文《中国企业债对GDP比的动态路径》对中国企业杠杆率几种可能的动态路径进行了模拟，其研究结果表明，在中国目前的特定条件下，经济增长速度目标的下调，不但不会导致企业杠杆率的上升，反而会使其下降。其政策含义是不言而喻的。

事实上，按照BIS的统计，我国企业杠杆率在2016年第二季度达到166.8%的历史高点后，已经进入下行通道，2017年第一季度的最新统计数字为165.3%。这充分说明，尽管近几年我国经济增速有所下行，但去杠杆的政策效果已初步显现，我们不能半途而废，重回粗放刺激的老路，企图通过做大分母来实现去杠杆。

中国人民银行研究局近年来也高度关注杠杆率问题，我们的部分研究结论和余永定老师的分析非常接近，当然，一些研究结论也不尽相同，这有待进一步讨论。作为对余老师论文的点评，我提四个观点供大家讨论。

一、降杠杆关键取决于资本回报率的动态变化，降杠杆并非利率越低越好

理论上，杠杆率可分解为两部分：杠杆率（总债务/GDP）=（总债务/总资产）/（GDP/总资产），前者是企业资产负债率，后者是以增加值（GDP或其他类似指标）表示的资产效益，相当于资本回报率。

由此可见，杠杆率的变化并非只取决于资产负债率，还取决于资产收益率。如果资产负债率下降，但资产收益率下降得更快，则杠杆率仍会上升，比如，规模以上工业企业的资产负债率2010年以来就稳中有降，但实际上这几年以债务和GDP之比衡量的杠杆率则上升较快。

同样，降息固然能减少企业财务成本，提升投资回报率，但也会刺激企业增加负债、扩大投资。只有当降息同时伴随资本回报率的上升，且资产回报率上升速度大于名义债务扩张速度时，降息才有利于降杠杆。与此同时，低利率还容易加剧资产泡沫，引发脱实向虚。

因此，当前去杠杆的关键是深化供给侧结构性改革、强化债务约束，并以此提升资产回报率和全要素生产率，通过实体经济结构的优化调整和提质增效，实现可持续的降杠杆。

二、需要高度警惕杠杆率水平在短期内的快速攀升

2008年国际金融危机爆发前，那些后来遭受冲击的国家大多出现了杠杆率快速攀升的情况。而从危机应对的效果看，根据欧洲央行（ECB）的研究，比较早去杠杆的国家，如爱尔兰、西班牙、波罗的海国家等，近期都出现了更好的经济复苏态势。

三、加杠杆的风险，在不同杠杆率水平和不同经济周期阶段的差异较大

从杠杆率与经济增长的关系看，杠杆率与经济增长存在“倒U形”关系，当杠杆率（居民部门+非金融企业部门+政府部门）低于185%时，杠杆率每上升10%可拉动经济增长0.1个百分点，但高出这一界限反而会下拉经济增长0.14个百分点。

就中国而言，边际杠杆上升速度已经超过了存量杠杆上升速度，中国宏观杠杆率已超过有利于经济增长的拐点值，继续加杠杆的边际收益下降，边际风险上升。

四、防范过快去杠杆导致的“债务-通缩”风险

对近期房价上涨和杠杆率提升的问题，既要防范资产泡沫，又要防范过快去杠杆导致的“债务-通缩”风险。

全球金融危机后，主要发达经济体中，居民部门杠杆率较高的美英等国出现了明显的去杠杆过程并已接近尾声，欧日居民部门去杠杆相对缓慢，这与目前美英经济开始强劲复苏并且美国已开始货币政策正常化，而欧日仍在应对危机并采用负利率等非常规货币政策的情况一致。

全球金融危机后，新兴经济体和很多亚洲国家房地产信贷和居民部门杠杆率迅速上升，在刺激经济反弹复苏的同时，推动了房价的迅速上升。

近年来，中国的房地产信贷的扩张和居民部门杠杆率的上升推动了房地产业的发展，对6.5%左右的中高速经济增长起到了明显的支撑作用。

关注去杠杆与“债务-通缩”风险。虽然经济增长(名义或实际）与杠杆率增速负相关，去杠杆可以促进经济增长，但是债务增速本身与经济增长正相关，如果在债务削减的初期阶段，债务下降速度很可能快于杠杆率下降速度，经济增速则可能由于信贷萎缩而下降，即Δ债务↓＞Δ杠杆率↓→ΔGDP↓。

这有助于理解费希尔提出的“债务-通缩”理论，其政策含义就是要合理把握去杠杆的节奏，既要避免过快压缩信贷和投资可能引发的对经济增长的损害和“债务-通缩”风险，也要避免杠杆率上升过快而引发债务流动性风险和资产泡沫。

---

1. 本文系笔者于2017年10月26日在第2期浦山讲坛上的发言。

第四节 用法治思维求善治

房价上涨过快的宏观经济影响及应对㊟

房地产行业的矛盾是我国经济转型过程中各种矛盾的集中反映。可以说，在当前发展阶段，我国房地产市场已经完全满足系统重要性特征，而历史经验也反复证明，如果经济和金融发展过分倚重房地产，并听任房地产价格持续快速上涨，则其极有可能成为触发系统性风险的结构性短板，进而对国民经济持续稳定健康发展造成重大危害。为促进房地产市场平稳健康发展，应坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，探寻房价持续上涨的宏观经济影响以及结构性、体制性根源，构建房地产市场基础性制度和长效机制。

一、房价上涨过快对宏观经济的影响

鉴于房地产关联的行业众多，在我国，房地产一直作为经济增长的“支柱产业”，甚至在以往的宏观调控中作为调控工具。在我国体制条件下，房地产投资作为宏观调整工具，往往伴随着房价快速上涨，房价上涨过快不可避免地产生巨大的负面效应。从这两年的经验来看，我国房价上涨过快，一些城市房价远超合理水平，对消费和投资产生净挤出效应，导致全要素生产率下降，拉大收入差距，客观上也推动了经济中杠杆率的上升，严重威胁着宏观经济的平稳健康发展。因此，我们必须清醒地认识到，房价上涨过快，不但与经济发展转型升级方向“南辕北辙”，而且极易引发系统性风险，对宏观经济产生诸多负面影响。

首先，对消费的净挤出效应。房价波动对居民消费的影响可以归纳为房价波动的财富效应与挤出效应。一方面，房价的上升通过实现与未实现的财富效应及其流动性约束效应等渠道来提高居民的财富，从而促进居民消费的增长；另一方面，房价的上涨经过预算约束效

应、财富重新分配效应及其替代效应等途径，挤出居民消费，而最终影响则取决于正负向效应的力量比较。从我国当前情况来看，房价上涨对消费的抑制作用已大于促进作用。大多数研究认为，我国房地产的财富效应较弱，消费依然取决于收入。近期相关研究表明，房地产价格长期上涨使我国城镇居民不得不“为买房而储蓄”，城镇家庭流动性约束正在收紧，已经对消费产生了抑制作用。2016年，北京社会消费品零售总额同比增速从2015年的7.26%大幅下滑至4.8%，远低于全国10.4%的同期增速，上海、广州等一线城市亦是如此。

其次，对投资的净挤出效应。房价上涨对投资有正反两方面的影响。正向影响主要是指通过投资关联效应、抵押品增值效应和居民财富效应三个渠道对实体经济投资产生的促进作用，反向影响主要是指通过要素成本带动渠道、资金挤出渠道和投资替代渠道对实体经济投资产生的抑制作用。从我国当前情况来看，挤出渠道和投机渠道所产生的反向抑制作用已超过正向促进作用。我国房价上涨过快，推动了土地价格及租金上涨，拉大了行业之间利润率差距，在房价快速上涨的一致预期下，加上经济周期处于下行阶段，导致资源向房地产部门过度倾斜，加剧了实体经济成本的上升，直接抑制了制造业、可贸易品等实体经济部门的投资，影响了实体经济的健康发展。

再次，对全要素生产率提高的阻碍作用。很多实证研究表明，房地产投资的高回报率吸引了众多非房地产企业进入房地产领域。尤为重要的是，在存在预算软约束和金融抑制的制度背景下，国有企业在信贷扩张过程中以较低的成本获取稀缺信贷资金，并大量投入房地产领域，进而通过“资源再配置途径”形成高生产率企业补贴低生产率企业的“倒挂机制”，扭曲全社会的资源配置，阻碍全要素生产率的提高和经济增长。陈斌开等基于中国微观工业企业数据库的研究发现，房价每上涨1%，资源再配置效率会下降0.062个百分点，全要素生产率会下降0.045个百分点。

最后，对收入差距的扩大作用。西南财经大学“中国家庭金融调查”（CHFS）2017年第一季度公布的数据表明，过去半年内，城镇无房家庭新购住房的比例为4.9%，低于已有一套房再购房的家庭比例的5.3%，低于已有多套房再购房的家庭比例的5.9%，更低于总资产处于前20%的富裕家庭买房比例的8.1%。这说明，房价上涨吸引了更多投机型买家，对为自住而买房的刚需者产生了挤出效应。其结果是，房价上涨拉大了无房者和有房者的差距，使财富由无房家庭向有房家庭转移。

二、当前房价持续上涨的结构性体制性根源

第一，从供给体制上看，房地产供给弹性不足的地区更容易出现房地产泡沫。近年来，我国建设用地供应面积呈逐年下降趋势，与旺盛的住房需求之间形成鲜明的对比，这成为推高房价的主要因素。从行为模式角度看，很多地方政府收入的一半左右来源于土地收入。为获得更多的土地出让金，一些地方政府在“招拍挂”过程中，有意采用“挤牙膏”式供地模式，从而推高房价和地价，成为导致房地产供给严重滞后于需求的重要原因。

一方面，城市化布局失衡，导致土地错配和低效率使用，形成房地产供给的人为约束。在高度计划性的、严格的土地管理制度下，我国的城市化布局具有明显的计划经济色彩，政府行政干预扮演重要角色。全国均衡、分级管理、逐层落实的发展模式，难免与城市化、工业化发展的客观规律相违背，既无法满足城市化、工业化用地需求，又妨碍产业集群的形成和城市化健康发展。正如库兹涅茨（Kuznets）所指出的，一个地区的经济发展过程同时也是城市化和工业化的过程。我国东部地区、沿江地区在城市化、工业化上具有得天独厚的优势，其城市化、工业化起步早、发展快，居住用地、工业用地需求旺盛。但是，政府对土地的计划控制使土地利用未按照城市化发展规律紧凑发展居民住房，城市群建设远远落后于人口流动的实际需求，抑制了城市化发展。在我国保证18亿亩耕地红线和粮食安全的国策下，

目前建设用地的占补平衡无法跨区域实施。东部沿海地区及沿江地区的土地本应更多用于城市化和工业化，而不是成为农业耕地，结果却闲置或荒废了，既没有也无法真正成为农业耕地。

另一方面，过多的行政干预，导致工业用地与居住用地配置失衡。国际上，大城市在土地利用结构上多以居住用地为主。纽约和东京居住用地占城市建设用地面积的比例分别为44%和73%，工业用地占比分别为3.9%和5.1%；而北京、广州和深圳居住用地占比分别为28%、29%和26%，工业用地占比分别为22%、32%和36%。鉴于工业用地的地价远远低于居住用地的地价，这种地价二元结构背后，实际上是居民部门对企业部门的补贴和价值转移，住房价格的持续上升也就难以避免。

第二，从财税体制上看，地方政府财权和事权不匹配，导致地方政府公共服务供给与房价之间的因果关系倒置。从发达国家城市化发展进程及由地方政府提供公共服务来看，房产税是地方政府公共投入的重要财政来源。保有环节的房产税不仅可以为地方政府带来持续稳定的收入，同时对调节房地产市场投资需求也有显著作用。事实上，地方政府公共服务供给与房价之间存在一种良性循环，即“房价越高—房产税越多—公共服务供给越完善—房价进一步提高”。换言之，不同区域、不同品质的房地产，内在价值不同，税收理应不一样。房价越高，房产税收得越多，该区域的教育、医疗等配套设施也就越完善。这又会带来该区域房价的提升，地方政府可以从房地产上收到更多的税，从而进一步提升公共服务的供给水平和质量，形成一种良性循环。然而，我国教育、医疗等投入都是由财政直接划拨资源，而且分配极不均衡，这必然导致不同区域公共服务供给的差异，并引发直接的市场行为扭曲，易引发类似“爆炒学区房”等行为。

这种地方政府公共服务供给与房价之间因果关系倒置的现象，本质上仍源于地方政府财权和事权不匹配，即地方政府缺乏足够的财权却承担大部分的基本公共服务责任。从税种来看，我国增值税、所得

税等主要税种都是中央地方共享税，地方无主体税种。从税政权来看，地方没有开立税种的立法权，也没有调节共享税税率的权力，地方税收调控能力不足。房地产税迟迟难以推出，不但无法形成地方政府公共服务供给与房价之间的良性循环，也使地方政府缺少对房地产市场因城施策的调节工具。

第三，从金融调控上看，宽松的货币政策，即低息信贷供给是造成房地产泡沫的必要非充分条件。货币性因素是影响房价波动的重要变量，但这种影响是非对称的且是结构性的。对供求关系较为平衡、市场竞争较为充分、价格不存在上涨预期的商品，货币性因素的作用并不明显，货币投放过多未必会带来包括房地产在内的商品价格持续大幅上涨。反之，当供求关系存在失衡和价格存在一致性上涨预期时，投资者更倾向于选择以房地产为代表的保值增值资产进行投资投机。尤其是在我国土地供给被人为控制且缺乏弹性、不能随房价变化自动调整的情形下，低息信贷供给就有可能推动供求关系进一步失衡，从而导致房价上涨。因此，低息信贷供给是造成房地产泡沫的必要非充分条件。

同时，值得注意的是，相对于货币信贷因素，金融市场放松监管是造成房地产泡沫更为直接的触发因素。在监管放纵下，美国通过“低首付”甚至“零首付”向不具备偿还能力的居民发放住房抵押贷款，继而引发席卷全球的次贷危机，这就是明显的例证。由此看来，前两年我国政府相关部门打击“首付贷”的重要性不言而喻。

因此，构建房地产长效机制应当回归“治本”初衷，至少应包括以下几个要素：如何完善土地制度市场化机制，以增加土地供给弹性；如何建立与地方政府事权相匹配的财权，以形成地方政府公共服务供给与房价之间的良性循环；如何优化现行房地产市场调控政策。

三、构建我国房地产市场基础性制度和长效调控机制

近期，部分城市相继推出租售并举、租购同权、共有产权住房以及农村集体建设用地可以进入租赁市场等试点工作，在一定程度上推进了住房租赁市场的发展，提高了住房供给的弹性。但由于中央与地方财税关系尚未理顺，土地市场化改革尚未推进，户籍、社保、医疗、教育等配套措施并未完全跟进。此外，一些共有产权住房或农村集体用地租赁房地点过于偏僻，也可能带来城市发展的交通问题，总的来说，这些探索对抑制房价过快上涨有一定的作用，但依然属于辅助性政策，仍需要从根本上解决房地产市场的结构性、体制性问题。目前，党中央、国务院已就房地产平稳健康发展提出明确要求，应坚持"房子是用来住的、不是用来炒的"的定位，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制泡沫，又防止房价大起大落。

一是房地产不宜再作为宏观调控的工具。我国以往在宏观调控中，以房地产作为调控工具的倾向明显。当前，房地产自身已成为挤出投资、制约经济转型与健康发展的严重问题，也是重要的金融风险源头，不宜再作为宏观调控工具继续使用。

二是以市场化为导向改革完善土地制度。要以市场化的方式发展城市群，改变严守耕地红线的传统思路，寻找保护耕地的新的市场化机制，在房价上涨过快的一线城市和重点城市，应加大居住土地供给数量，抑制房价上涨过快预期。同时，以土地当量为基础，按市场原则建立全国范围内的土地计价交易统一市场，在全国范围内实现占补平衡，通过市场化机制促进东部沿海地区与中西部地区建设用地指标的合理配置。

目前，关于振兴东北的讨论比较多，但这些政策建议更多的是从一个省的角度出发的。事实上，如果从全国的角度来看，地区之间的竞争会使人员和资金流向更有竞争力的地区。解决振兴东北的资金问题也应更多依靠市场机制。建立全国范围内的土地计价交易统一市场，在全国范围内实现占补平衡，东北地区就很容易依靠丰富的耕地

资源获得发展资金。依靠市场机制，可以让各地土地的比较优势发挥出来。同时，地区之间的竞争也是各地发展模式优胜劣汰的竞争。

三是要以房地产税为切入点，深化中央与地方财税体制改革。将房地产税改革纳入财税体制改革的整体框架，明确房地产税立法，使之成为地方政府的主体税种之一，减少地方政府对土地出让金的依赖。对保有环节征收房地产税，采取房地产税和市政债相结合的方式，与当地基础设施和公共服务供给挂钩，实现其与房价的良性循环。一些热点城市率先推出房地产税试点，有利于抑制房地产投资需求，释放存量房产供给。当然，房地产税起步应低税率、全覆盖、可负担，尽管起步阶段房地产税收收入不高，但可稳定对房价的预期。

短期内，应积极探索正规融资渠道，开展市政债试点工作，以城镇化建设项目未来所带来的现金流（包括可稳定征收的房地产税、公共设施及服务的使用者付费、商业繁荣后带来的各种税收增收等）来偿还债务，实现债务“发行、使用、偿还”主体的统一，从而实现在时间轴上把未来收益平移到当前来使用。通过“自用、自发、自还”，真正做到明确权责、激励相容，实现各级政府财政相对独立、自我平衡，提高地方政府举债额度，减轻中央和省级政府的隐性担保责任和硬性行政要求，更好地拓宽地方政府举债的“正门”。从长远来看，应理顺中央与地方财税事权体系，提高各级政府财政收入与支出的匹配度，赋予地方政府一定的税政权力，充实地方政府财权。第一，建立包括零售税、财产税、资源税、基础设施和公共服务使用者付费等在内的综合性地方收入体系；第二，给予地方政府开立地方税种的权力，尽快完成房地产税的立法；第三，给予地方政府一定的政策空间，调节增值税、企业所得税、个人所得税等共享税本级分享部分的税率。

四是继续保持稳健中性的货币政策。货币政策虽然有调节结构的功能，但本质上还是总量政策，不能期待单纯用货币政策解决中国的房地产市场问题。应保持稳健中性的货币政策不动摇，稳妥调节好货

币闸门，为抑制房价过快上涨和推进结构性改革创造适宜的货币政策环境。

五是强化宏观审慎政策框架和监管。要重视房地产价格因素对金融宏观调控的影响，可考虑在MPA中增加房地产广义信贷的偏离度指标，从信贷增速方面抑制房价大幅波动。因城施策调整个人住房贷款价值比，即首付比，严禁“首付贷”等监管套利产品滋生蔓延。

六是政府在房地产市场过度繁荣时应加强管控，并加快住房保障体系和住房租赁体系的建设。鉴于投资者并非完全理性且存在认知局限，政府应当在房地产市场过度繁荣时加强管控。在新常态下推进供给侧结构性改革和房产税等长效调控机制推出并有效发挥作用之前，对一、二线城市房地产市场应保持紧调控态势，不宜随着市场变化而放松调控。同时，应当加快住房保障体系和住房租赁体系的建设，做好中低收入群体住房保障，以稳定市场预期。

---

1. 本文发表于《中国金融》2017年第17期。

土地使用权续期的制度安排[注]

目前，中国改革已经进入了深水区，比如，对在土地使用权期限届满之后如何续期的制度安排，是土地制度领域具有“四梁八柱”性质的改革。但现在的一些做法往往是在回避矛盾，以短期的政策替代长期制度，这会成为下一步改革的阻力。

1990年5月19日，国务院颁布55号令，开始对城镇国有土地使用权实行有偿出让制度。其中第十二条规定，居住用地使用权年限最高为70年。20世纪90年代，温州市推出部分20年、50年期限的住宅用地。2016年4月，温州市出现20年期住宅用地使用权届满的“撞限房”，因土地使用权证过期而无法转让交易，引起多方关注。

对此，相关部门于2016年12月23日出台“两不一正常”的过渡性政策，提出在法律安排明确之前，目前可以采用“两不一正常”的临时办法处理。所谓“两不一正常”，第一个“不”是不需要提出续期申请；第二个“不”，就是国家法律没有规定之前，国土资源部不做出任何收费的决定；“正常”是指正常办理交易和登记手续。相关部门声明，这是为便民利民，在相关法律安排出台前，由地方政府根据本地实际，解决一些群众当前面临的住房不能过户等操作问题。

但是，必须指出的是，此举作为过渡性短期政策，并没有从根本上解决土地续期问题，反而容易产生“住宅用地免费自动续期”的错误预期，对下一步改革将产生非常不利的影响，应尽快纠正。

城镇住宅用地使用权续期制度安排，对稳定市场预期、产权保护、房地产市场健康发展以及地方财政等都具有深远影响。基于法理权利和稳定地方财政的需要，城镇住宅用地届满续期应遵循有偿原则，保证国家能持续分享城镇土地增值收益，确保基础设施运营维护和公共服务供给的可持续性。同时，考虑到民众承受能力和房地产市

场稳定，住宅用地有偿续期制度不宜采用目前的土地出让金模式，而应平稳过渡到“宽税基、低税率、可负担”的房地产税模式，按年收取。当务之急，是由全国人大通过立法，明确城镇住宅用地续期的制度安排，加强舆论引导，建立土地出让金制度将向房地产税平稳过渡的社会预期。

一、土地使用权续期制度之重

城镇住宅用地使用权续期制度安排对稳定市场预期、产权保护、房地产市场健康发展以及地方财政都具有重大影响，原因有以下四个方面。

一是《物权法》对住宅用地使用权续期问题有所留白。2007年出台的《物权法》首次将建设用地使用权从土地使用权中分离出来作为独立的用益物权，并将建设用地使用权的续期问题划分为住宅建设用地使用权和非住宅建设用地使用权两类。其中第一百四十九条规定：“住宅建设用地使用权期限届满的，自动续期。”这一规定解决了土地使用权的有限性与房屋所有权的无限性之间的矛盾，从而保障了公民的私有财产。但《物权法》并未对续期的期限、方式、费用等问题进行规定，而是留待未来处理。

二是明确住宅用地使用权续期的制度安排刻不容缓。如果说《物权法》对住宅建设用地使用权“自动续期”时要不要支付使用费的问题故意留白，是在当时背景下“立法者有意的沉默”，那么随着温州“撞限房”现象的出现，再加上居民房产在家庭财产和国民财富中的比重越来越高，影响越来越大，继续回避矛盾已不现实。温州前期提出的按房产现值1/3标准征收续期费用所造成的舆论和市场混乱，就是一个典型的反面例子。2016年发布的《中共中央国务院关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》（中发〔2016〕28号）明确提出，“研究住宅建设用地等土地使用权到期后续期的法律安排，推动形成全社会对公民财产长久受保护的良好和稳定预期”。

三是住宅用地使用权以及与之相关的财产税制度安排，是一国产权保护的直接体现。住宅用地使用权与财产税密切相关。综观世界各国，如果把征收财产税（物业税）的国家与未征收财产税的国家做比较就会发现，绝大多数发达国家都开征了财产税，这些国家往往对产权更加尊重，对私产有保护，对权力有制衡。相反，不发达国家、法制不健全的国家无法规范地开征财产税。能否成功、平稳地开征财产税，影响到中国能否成功地在市场经济的道路上再提升一个高度。

四是住宅用地使用权续期制度是完善地方税体系的突破口，关系到新型城镇化能否顺利推进。在土地财政不可持续的情况下，明确财产税立法，开征财产税，有利于完善地方税体系，为地方政府提供可靠的主体税种，稳定地方财力。推出“市政债+财产税”的改革组合拳，可推动地方政府与居民的服务关系显性化，有利于地方政府主动转变职能，减少地方政府以“乱收费”方式增加非税收入的冲动，为地方经济发展创造良好的环境，提供稳定可持续的资金来源，助力推进新型城镇化战略，也可以避免“新官不理旧账”

的信用风险。

二、“两不一正常”政策的问题

现在的“两不一正常”作为过渡性政策，无法从根本上解决土地续期问题，不能稳定社会预期，可能对下一步改革造成障碍。

所谓“两不一正常”的政策是指不需要提出续期申请、不收取费用、正常办理交易和登记手续。该办法虽然是为回应浙江省国土资源厅《关于如何处理少数住宅用地使用权到期问题的请示》而发，但同时抄送了各地国土资源管理部门，这意味着在相关法律安排明确之前，各地均可按“两不一正常”办法处理相关问题。

不得不指出的是，这一过渡性政策不利于维护市场稳定，将影响“擅限房”利益相关者的权益。这一政策只明确了“擅限房”交易的过户登记问题，而没有从根本上解决土地续期问题，没有明确延长土

地使用权的期限。从法理上讲，依据新政发放的产权证明不具备完整的权利，直接影响了人们交易“撞限房”的意愿。据温州市不动产登记中心反映，新政无法打消购房者的顾虑，暂时无人根据新政完成交易登记。未来，“撞限房”的市场流动性将受到很大的限制，不排除今后大幅折价交易甚至市场完全萎缩的可能。

这种局面还将影响抵押物处置和银行权益。在不良资产处置过程中，可能出现少量贷款逾期而土地证即将到期或已到期的情况，在处置交易、住房抵押贷款等方面将面临很大的不确定性。银行对该类抵押物的处置无章可循、无法可依，利益相关者的权益无法得到有效保障。

更令人担忧的是，这一过渡性政策还可能助长甚至固化“土地使用权期满后可以无偿使用”的不合理预期。与房地产相关的财产权，包括土地使用权（用益物权）和住宅本身两部分。公民的土地财产权是有期限的，住宅财产权是没有期限的，两者应分别处理。《物权法》出台后，社会上出现了“无条件、免费、自动续期”的主张，并得到了部分专家学者的响应以及很多民众的拥护。但在这种响应和拥护的背后，实际上是将有时间限制的土地财产权（用益物权）扩大解释为永久性的公民财产权，这并非合理诉求。“两不一正常”的过渡性政策继续回避矛盾，在一定程度上迎合了这种诉求，可能助长甚至固化“土地使用权期满后可以无偿使用”的不良社会预期。这种做法将对社会公平、市场秩序、国有资产保护、代际关系等带来不可估量的负面影响，应尽快予以纠正，明确真正解决问题的长期政策。

三、住宅用地续期应遵循有偿原则

尽管温州近期“撞限房”总量不大，但从长远来看，量大面广的城镇住宅建设用地土地使用权到期问题会在几十年后集中出现。这一政策关系到人民群众的切身利益和房地产市场的稳定。对土地使用权期限届满之后还要不要再次向政府交费（续交租金）这个核心问题，

笔者认为，国家在法理上有权要求有偿续期，在经济上有必要实行有偿续期。

第一，住宅用地有偿续期具有充分的法理依据。

在城镇土地归国家所有的情况下，国家有权决定是否收费续期。根据1982年《宪法》，城镇住宅建设用地的所有权属于国家，目前没有更改。基于法理和产权保护方面的考虑，土地使用期限届满后，国家完全有权决定是否收回使用权重新竞拍，是否实行有偿续期制度。

国家从来没有明确规定免费续期。《城市房地产管理法》（1994年制定、2007年修订）明确规定了收费续期并且需要提前一年申请。《城市房地产管理法》第二十二条规定："土地使用权出让合同约定的使用年限届满，土地使用者需要继续使用土地的，应当至迟于届满前一年申请续期，除根据社会公共利益需要收回该幅土地的，应当予以批准。经批准准予续期的，应当重新签订土地使用权出让合同，依照规定支付土地使用权出让金。土地使用权出让合同约定的使用年限届满，土地使用者未申请续期或者虽申请续期但依照前款规定未获批准的，土地使用权由国家无偿收回。"

2007年制定的《物权法》第一百四十九条第一款规定"住宅建设用地使用权期间届满的，自动续期"，其立法意旨是免去提前一年申请续期的手续，但是并未明文规定免费续期。《物权法》立法时的主导观点是缴费续期、有偿使用、保证国有资产不流失，《物权法》在草案中一直都有"建设用地使用权续期后，建设用地使用权人应当支付土地使用费。续期的期限、土地使用费的支付标准和办法，由国务院规定"的表述。由于部分参与立法讨论的专家学者强烈要求免费续期，《物权法》第六次审议稿做了妥协。全国人大常委会法律委员会在该法第六稿修改汇报中指出："有的常委会委员提出，住宅建设用地续期后住户还要支付土地使用费，这样规定是否合适，建议进一步研究。法律委员会研究认为，住宅建设用地续期后是否支付土地使用费的问题，关系广大群众的切身利益，需要慎重对待，目前，本法以

不做规定为宜。届时，可以根据实际情况再做慎重研究。因此，建议删去这一条中关于土地使用费的规定。”从《物权法》的立法过程可以看出，《物权法》绝对没有免费续期的意思，某些专家“无偿自动续期”的解读，是扩大解释有关条款。

《中共中央国务院关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》（中发〔2016〕28号）提出“研究住宅建设用地等土地使用权到期后续期的法律安排，推动形成全社会对公民财产长久受保护的良好和稳定预期”，再次印证以往有关法律和政策并没有“无偿自动续期”的意图，否则不必再研究相关法律安排。

第二，住宅用地有偿续期具有充分的经济合理性。

从外部性理论来看，土地增值税收益归公是合理的。土地本身不产生财富，快速城镇化过程中的土地增值收益，既是人口集聚效应的体现，更是政府投资改善基础设施和公共服务正外部性的市场价值，不能让住宅产权人独享。按照成本-收益对等原则，政府有必要以某种形式分享城镇化过程中的土地增值收益，实现“土地增值收益归公”，才能维持对城镇化建设的可持续投入。即便未来城镇化进程基本结束，政府不再需要为大规模的城市建设投资，城市基础设施还有持续的维护性支出需求，维持公共服务的数量和质量也都要有稳定的资金来源和财力保障，否则城市的土地和房产就会贬值。

稳定地方财政需要采用新的土地增值收益分享方式。目前，国家主要是以土地出让金形式获取城镇化进程中的土地增值收益，地方政府对土地财政的依赖是客观事实，然而土地出让金模式的不可持续性也在逐步显现。一方面，土地城镇化阶段基本结束，城市面积不能向周边无限扩大，新增用地数量减少，通过新增建设用地获取土地出让金的空间越来越小。另一方面，存量建设用地的拆迁成本极高，土地出让金净收益率低，无助于补充地方财力，反而容易引发社会矛盾。面对这一局面，必须尽快明确收费续期的制度原则，改变土地出让金

模式，采用新的方式分享城镇土地增值收益，为地方政府提供稳定的收入来源。

四、房地产税是最优选择

房地产税是住宅用地有偿续期的最优制度选择，应建立土地出让金制度将向房地产税平稳过渡的社会预期。

土地续期制度是改革现行土地财政模式和寻找土地增值收益公平分配制度的契机。《中共中央国务院关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》（中发〔2016〕28号）的精神实质有三层意思：一要实行到期续期的基本制度安排，稳定民心；二要与“有偿有期限”的现行制度衔接，建立住宅用地有偿续期的法律制度；三要稳定房地产市场，保证平稳过渡。因此，有关讨论应限定在有偿续期的具体政策形式内，尽量不要影响到房地产市场的稳定。考虑到居民承受能力和房地产市场的稳定，有偿续期制度不能采取一次性收取70年租金的做法，只能采用房地产税的形式逐年收取。为了确保土地使用权期限届满后能平稳过渡到房地产税制度，必须尽快纠正当前的错误政策信号，消除当前社会大众“无条件免费续期”的不合理期待。

首先，一次性趸交70年租金续期，既无必要，也不可行。对于到期土地，绝不能延续现行土地出让模式，再收取一次性土地出让金。一是不必要。到了续期时间窗口，我国的城市化进程已经进入成熟阶段，届时，政府进行大规模城市建设的投资需求减少，主要任务是城市的维护与治理。因此，从资金需求规模来看，住宅用地的续期收费标准能满足城市维护费用的需求即可，不必采用一次性趸交70年租金的形式来筹集巨额资金。二是不可行。由于无期限的住房财产附着于土地之上，收回土地重新拍卖完全不具有现实可行性。而且，从居民承受能力和稳定市场角度分析，一次性收取70年土地出让金使居民负担太重。一些人会选择不交土地出让金也不续期，而是将住宅出售套现，造成住宅市场的不稳定和社会财富缩水。

其次，逐年收取续期费用，是负担可承受、冲击最小化的最佳方案。现实可行的办法，是在确保土地国有的基础上，将一次性收取70年土地租金的模式，平稳有序地过渡为土地使用权到期后按年度收取土地使用权租金（或房地产税）的模式，避免续期负担超出居民承受能力，导致居民集中抛售房地产。

与租金相比，房地产税形式更优。一是更符合中央精神。2003年10月14日，党的十六届三中全会提出“实施城镇建设税费改革，条件具备时对不动产开征统一规范的物业税，相应取消相关收费”。房地产税与物业税虽然名称不同，但是实质是相同的。2013年11月12日，党的十八届三中全会提出“加快房地产税立法并适时推进改革”。二是房地产税的法律效力更强，征收相对容易。且“营改增”后，营业税纳税人转由国税系统管理，为地方税收体系腾出了充足的征管力量。三是与国际接轨。在各国的财税实践中，地方政府主要通过房地产税分享城镇化带来的土地增值收益。

这种“宽税基、低税率”的房地产税制度，可以起到“一石多鸟”的作用。一是在房价持续面临上涨压力的背景下，合理征收房地产税，可以增加房地产的空置成本，促进房地产资源的合理配置，缓解对房地产的投资需求，减轻房价上涨压力；二是房地产税有利于稳定地方财政，匹配财权和事权，减少地方政府对土地财政的过度依赖；三是房地产税有利于优化税制，改变目前过度依赖流转税的状况，促进房地产市场有效运行；四是征收房地产税有利于转变政府职能，使其向提供公共建设、公共服务方向发展；五是征收房地产税将增加住房持有成本，有利于高质量、舒适型的住宅建设导向，也有利于降低人均住宅面积，建设环境友好型和资源节约型社会。

最后，政府部门需要做好预期管理，尽快立法，平稳过渡。住宅建设用地土地使用权续期问题写入了《物权法》，在法理上，其解释权属于全国人大常委会。不能由某个政府部门或地方各级政府解释。下一步，应结合房地产税改革立法，由全国人大常委会对住宅用地使

用权续期问题做出统一解释，引导建立国有建设用地有偿使用将向房地产税过渡的预期，一揽子解决住宅用地使用权续期问题。如果房地产税立法出台有一个过程，可由全国人大授权已经出现“撞限房”的地区率先试点，将“撞限房”纳入房地产税课税范围。免征面积（比如，人均30平方米）、税率（比如，0.5%左右）等具体税制要素可由地方人大讨论决定。

---

1. 本文发表于《财新周刊》2017年第5期。

“营改增”的执行情况与改进建议

一、“营改增”是税制改革的主要成果

第一，增值税的完整抵扣可以避免重复征税，有利于深化分工。但是国际上金融业的主要业务实际上是零税率的，只有很小一部分需要缴纳增值税。一是金融业的可抵扣项很小，二是金融业的增值税是可以转嫁的。用“显性”和“隐性”来区分增值税其实不准确，实际上国际上是没有征收增值税的国家的，中国情况特殊，所以国家税务总局王军局长才会在OECD的论坛上发言说“这在中国是一个创新”。但是，这个创新是好还是坏，值得商榷。

第二，税制结构对金融创新、产业升级非常重要，税制结构不合理就会造成市场扭曲。现在国家对国债实行免税政策，但对其他债是征税的，而国开债的规模庞大，导致整个金融市场的基准收益率不是国债收益率而是国开债收益率。可见，国家为了增加国债发行的竞争力，反而导致了市场扭曲。另外，在经济下行过程中，财政收入下降的问题，显然不能通过提高金融业的税收来解决，否则将违背经济规律。

十八届三中全会的《决定》提出了财税体制改革的三大任务，即税制改革、预算改革和央地财政关系改革。从目前来看，“营改增”是近年来最重要的税收制度改革措施和最主要的改革成果。

“营改增”旨在完善增值税制度，形成增值税完整抵扣链条，符合经济发展方式转变的需要，是推进中国经济结构调整的重要手段。一方面，“营改增”的进项税抵扣机制，促进了专业化分工的进一步细化，加速了生产性服务业从制造业外包分离，解决了企业长期以来存在的“大而全”、“小而全”问题。另一方面，“营改增”试点是“改在服务业、惠及工商业”。服务业原来开出的是营业税发票，

“营改增”试点后开出的是可以抵扣的增值税发票，这增加了下游企业的增值税进项抵扣，对制造业的发展具有减税效应，有利于企业降低成本。同时，这也扩大了制造业对服务业的市场需求，有助于服务业自身的发展。

二、2016年全面推开“营改增”试点的减税情况

2016年全面推开“营改增”试点以后，根据财政部门和税务总局的减税口径，“营改增”全年减税总规模超过5000亿元。但是，据我们估计，“营改增”带来的实际减税额度，在2016年只有2000亿~3000亿元，2017年是3000亿~4000亿元，因此是小于财政部门的测算额度的。两个数据之所以不同，有两个方面的原因。

一是在消费环节价格基本不变的情况下，增值税减税红利转变为企业税前利润，按照25%的所得税率计算，企业实际得到的减税规模仅剩3/4。

二是财税部门计算的减税幅度是对比改革前后法律法规文件所得出的结果，并非不同税制下实际交税数额的对比。由于增值税的实际征管力度强于营业税，会扩大税基，“营改增”试点行业的实际税负可能不降反升，比如，金融业中实施一般计税法的银行业机构，实际税负一般增加15% ~ 20%，最高增加31.62%。如果进一步完善“营改增”试点中与税负增加行业相关的政策，可能减税额还能增加500亿~1000亿元。

三、“营改增”试点对分级政府间财政关系的影响

国际上的做法是，单一制国家将增值税划归中央，联邦政府和地方政府共享增值税。美国没有增值税，但是有针对一般消费政策的零售税。按照OECD的分类办法，增值税和零售税都归为一般消费税，在美国这部分收入完全属于地方政府。

按照国际可比口径，我国原来的增值税和营业税都是一般消费税，在全面推开“营改增”试点之前，地方分享25%的增值税收入，营业税全部归地方政府。全面推开“营改增”试点之后，国务院发布了《国务院关于印发全面推开营改增试点后调整中央与地方增值税收入划分过渡方案的通知》（国发〔2016〕26号），增值税全面实现五五分成，名义上地方分享增值税比例从25%提高到50%，但原营业税纳税人由地方政府专享的税收收入也被纳入共享税范围，地方政府的实际财力是有所削弱的。

最严重的问题是，增值税在我国采用生产地扣税原则，通过国税系统收税，地方政府只是参与分钱，没有调节税率的权力，所以不能有效激励地方政府转变职能。

四、金融业“营改增”试点的进展情况

自2016年5月1日起，金融业纳入增值税范围。根据《财政部国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税〔2016〕36号），金融业“营改增”试点方案的主要内容有三条：借款利息不可抵扣进项税；新购入不动产的进项税可分两年抵扣；税率6%。这一方案未能打通增值税抵扣链条，只是营业税制度的平移，既不符合增值税原理，也不符合国际惯例。同时，税率上升、税基扩大、税负增加，也不符合国务院关于“所有行业税负只减不增”的要求。金融机构普遍反映，36号文件确定的金融业“营改增”试点政策将推高市场利率、提高社会融资成本，与改革初衷及解决小微企业融资难、融资贵的目标相左。

在金融系统的强烈呼吁下，财政部于2016年4月29日发布《关于进一步明确全面推开营改增试点金融业有关政策的通知》（财税〔2016〕46号），明确质押式买入返售金融商品、政策性金融债券和普通年金的利息收入免征增值税，这就是金融业“营改增”试点方案第一次“打补丁”。这两条政策有利于我国公开市场操作和金融市场

的平稳运行，保证了我国政策性金融机构支持国家政策性项目的能力不受影响，预计可以为我国银行业节省税负350亿元。

2016年6月30日，财政部发布《关于金融机构同业往来等增值税政策补充通知》（财税〔2016〕70号），将同业存款、同业借款、同业代付、买断式回购、普通金融债、同业存单、央行发行的债务工具等列入增值税免征范围，这是金融业“营改增”试点方案第二次“打补丁”，有利于进一步减轻金融业税负，避免金融机构将税负转嫁给实体经济。

2017年6月30日，财政部发布《关于资管产品增值税有关问题的通知》（财税〔2017〕56号），决定从2018年1月1日起再对资管产品征收增值税，在之前运营过程中发生的增值税应税行为，未缴纳增值税的，不再缴纳，已缴纳增值税的，已纳税额从资管产品管理人以后月份的增值税应纳税额中抵减。同时，56号文件还规定，资管产品管理人在运营资管产品过程中发生的增值税应税行为，暂时适用简易计税方法，也就是将原定6%的税率改为按照3%的征收率缴纳增值税。金融业“营改增”试点方案第三次“打补丁”降低了资管业务的税率，并留足了政策过渡期。

2017年7月11日，财政部发布《关于建筑服务等营改增试点政策的通知》（财税〔2017〕58号），废除了票据直贴（即首次贴现）就贴现利息收入全额缴纳增值税、转贴现机构转贴现利息收入免征增值税的不合理做法，规定自2018年1月1日起，金融机构开展贴现、转贴现业务，以其实际持有票据期间取得的利息收入作为贷款服务销售额计算缴纳增值税。金融业“营改增”试点方案第四次“打补丁”对票据贴现业务实行新的征税规则，有利于增强票据的流通性，保障转贴现市场的正常运行。

五、金融业“营改增”试点方案存在的问题

虽然财税部门在36号文件框架下，已经针对金融业“营改增”试点方案发布了四次“打补丁”政策，但最好的情况也只是维持金融业应税业务范围相对于营业税时代基本不变。目前的试点政策还存在一些问题，金融业税负依然可能上升。

第一，税率上升。营业税率为5%，属价内税；增值税为价外税，税率6%折算成营业税同口径后为5.66%［即6%÷（1+6%）］。对贷款收入等原征收营业税的项目，“营改增”后税率上升了0.66个百分点。根据每年6.06万亿元的贷款利息测算，银行业税负将因此增加400亿元。

第二，税基扩大。主要是原营业税下应征未缴的持有至到期的企业债利息收入被纳入了增值税征税范围。如按照目前信用债存量近13万亿元计算，银行业持有企业债、公司债等信用类债券增加税负200亿~ 400亿元。

第三，可抵扣项目较少，进项税管理难度大。一是在利息支出不允许抵扣的情况下，与贷款服务相关的人工费用、佣金等支出均不能作为进项抵扣，对银行的税负影响较大。二是金融业其他可抵扣进项税项目较少，目前来看主要包括中间业务支出，以及固定资产采购、办公等营业费用。三是“营改增”初期，金融机构获取增值税专用发票难度较大，部分供应商暂时不开具增值税发票，部分物业出租、差旅、住宿等供应商采取提价等方式，对取得增值税专用发票设置较多障碍。

第四，金融业“营改增”试点的操作成本较大。为适应金融业“营改增”试点要求，各金融机构普遍投入大量人力、物力进行了相关前期准备工作，包括选聘会计师事务所等咨询机构作为税务顾问，加强员工特别是财务部门财税业务培训，进行业务和信息系统改造等。

六、对进一步完善金融业“营改增”试点方案的思考

第一，补充增值税税收优惠措施，扩大免税业务范围。一是对公司信用类债券利息收入免征增值税，鼓励直接融资市场的发展。二是对90天以内应收未收利息征收增值税后，逾期90天后转表外时应允许银行冲减当期利息收入，待实际收回时再缴纳增值税。三是对出口金融服务实行零税率政策，提高中国金融业的竞争力，更好地服务“一带一路”项目融资。

第二，减少进项税抵扣障碍，实现应抵尽抵。一是全部抵扣进项税，不再按照征税业务和免税业务的比例进行分割和限制退税。二是政府部门收取的各项费用，比照农产品发票、通行费发票，按照政府收费凭证注明的金额计算扣除进项税。同时，加强督导和宣传，防止企业出现加设获取专用发票门槛、趁机抬价的现象，降低企业获取增值税专用发票难度。

第三，降低税收征管的操作成本。一是增值税专用发票开具、传递、获取、抵扣等环节复杂，应尽早启动增值税专用发票电子化，降低企业操作成本。二是对跨区域经营的银行，给予全国汇总纳税征管政策，或者至少比照电信业，给予按照省行汇总缴纳征管政策。

第四，从制度层面确保银行业税负“只减不增”。我国目前实行的金融业“营改增”试点，很多政策是从营业税平移过来的，违背了税收中性的原则，不是真正意义上的增值税制度。为了落实“税负只减不增”承诺而推出的“打补丁”政策缺乏系统性，导致不同业务甚至同类业务之间的税收政策差异，对金融行业的业务结构产生很大的扭曲性影响。增值税的征收管理比营业税更加严格，给金融机构增加了比较大的执行成本。我们认为，在金融业实行增值税制度，要处理好短期和长期的关系，总的原则是不能加大银行的税负和管理成本。最好的办法是以欧盟、美国等大型发达经济体作为参照，对利差类业务免税或实行零税率，减少税制扭曲，减轻金融业税负，降低税收政策的执行成本，提高金融业经营效率，使其更好地为实体经济服务。

第五节 用底线思维谋主动

金融乱象问题(注)

第五次全国金融工作会议提出金融领域存在乱象，诸如金融机构单纯追求规模粗放经营、国内准政府信用的存在、金融机构贷款易投向效率较低的国有企业、农商行与省联社的提名权之争、大批“僵尸企业”的存在等。

金融乱象的产生原因，应该从中国经济转型的过程来看待，金融扭曲实际上只是一个镜像，它反映了实体经济存在的问题，反映了整个体制机制存在的问题。

中国经济要转型，需要完善国家治理。加强国家治理能力，必须从微观机制、市场机制的角度，提升公司治理水平，把政府与市场、监管者与被监管者、财政与金融、中央财政与地方财政等关系理顺，只有这样，市场经济中才不会存在市场乱象和金融扭曲，金融市场的价格才能更好地反映微观主体的信用。

一、金融乱象与准政府信用

2017年，全国金融工作会议提出来要整治金融乱象。如何整治金融乱象，我认为应该从中国经济转型过程来看待金融乱象这个问题。金融与实体经济共生共荣，金融乱象实际上是实体经济和整个体制机制问题的镜像反映。

导致金融乱象的第一个体制机制问题就是政府与市场的边界不清。按照希克斯的总结，西方商业繁荣最核心的三个因素就是法律、货币和信用。实际上，市场经济是一种以个体信用为主的经济，如果个体信用不能准确地反映出来，无法很好地定价，就不是真正意义上的市场经济。在我国改革开放初期，我们的信用是集体信用而非个体信用，即谁的“公章”越大，谁的信用就越高。但市场经济的发展必

须建立在个体信用基础之上，否则就会存在很大的问题。尽管在计划经济向市场经济转轨并且个人信用体系尚未完全建立起来的过程中，集体信用的确发挥了十分重要的作用，但近年来随着会计、征信、信用评级等体系的不断发展，个体信用体系也在逐渐完善。最近正在进入破产重组的东北特钢，在发行短期融资券时公布的资产负债率在80%左右，没过几个月就严重资不抵债，显然，在此过程中会计、信用评级以及承销机构必然有造假欺诈行为。在我国，市场约束要真正发挥作用，中介机构要实现健康发展并避免政府干预，还有很长的路要走。

国内理财产品存在刚性兑付，政府平台贷款存在各种隐性担保，实际上，金融市场上很多名义上的非政府机构的政府平台公司，其背后都隐含着政府担保。这类准政府信用的存在带来很多问题，为什么这样说呢？2014年财政部43号文件《关于加强地方政府性债务管理的意见》和2015年的新《预算法》强调，地方政府除发债外，其他融资方式都不属于政府信用，融资平台等应根据企业情况进行评估。但众所周知，由于现实问题，后来政府各部门又相继放松2014年43号文件和新《预算法》的限制，两项法规都没有得到落实，很多融资平台贷款存在政府承诺还款和政府保函的问题。政策松绑使原来信用等级较低的平台公司债务一下子提高至政府信用等级；2017年，财政部出台《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》和《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》，之后此类债务又从政府信用等级降至较低等级信用水平。政府政策导致金融市场债券的信用等级大起大落，政策前后不一致对市场产生了非常大的影响。

二、微观主体存在公司治理缺陷

全国金融工作会议提出金融业要转变方式、优化结构，但为什么近年来金融机构的目标都是做大做强？我在调研时问了很多金融机构：为什么一定要把规模搞上去？为什么一定要拉存款？金融机构普遍的回答是：规模上不去会导致几个问题。首先，去参加政府会议，

位置会被安排到后面；其次，地方政府根据机构规模情况来配置推动经济发展的任务；最后，监管机构同样是按规模大小来分配机构业务的，规模大小决定金融机构在行业里的话语权。如此来看，社会的指挥棒是在按计划经济运行，扭曲了很多金融机构的经营行为。金融机构的薪酬待遇、行政级别等与规模挂钩，必然导致金融机构的经营是粗放的。金融机构一味扩大规模，而不是科学地进行市场定位，不是在准确评估风险与收益的基础上稳健经营。

同样，国有企业经营效率相对较低，私营企业经营效率相对较高，后者的公司治理相对较好，为什么金融机构贷款却都倾向于贷给国有企业？明明知道社会资源的配置与效率的关系，为什么有些资源偏偏流向低效率的企业？金融机构认为，给国有企业贷款，即使出现问题也有政府兜底，但给私营企业贷款，如果出现不良贷款，就会被查是否存在受贿或其他问题。对于这个问题，我认为，正是由于金融机构本身就不是一个公司治理完善的机构，所以才会出现这样的情况。如果金融机构的公司治理完善，董事会和股东就会起到监督作用，贷款损失导致股东利益受损，无须纪检部门和审计部门来检查监督。我国公司治理领域长期存在的政企不分、政资不分、所有权和经营权不分等基本问题还在困扰我们，公司治理实践在很大程度上违背了所有有效的公司治理原则。很多矛盾和问题只是被2003年以来的经济高速增长所掩盖。随着经济发展步入新常态，以公司治理改革滞后为代表的体制性、结构性、长期性矛盾和问题正在“水落石出”、持续暴露。正是公司治理框架的不完善，导致部分金融机构的经营行为极度短期化，“水多了加面、面多了加水”，盲目追求规模扩张和短期收益，高杠杆和过度风险承担行为盛行，忽视了质量、风险以及长期机制建设。

前段时间，某省的农商行与省联社因高管的提名权起了争执，农商行说省联社是行政干预，省联社说农商行是内部人控制，双方都指出了问题的根本——公司治理问题。农村信用社今后怎么改革值得探讨。完善公司治理必须要有一个竞争的环境，而现在一个县只有一家

农村信用社。这一家农村信用社完全可以宣称因为支持“三农”而导致亏损，裹挟政府从而获取支持。一个地级市下辖多个县，如果允许在一个地级市范围内跨区经营，产生良性竞争，再通过引入赋予独立监管权和及时校正措施的存款保险机制，问题农村信用社退出市场就不是问题，省联社甚至可以与省金融办合并为省级监管部门或者变成农村信用社的服务性行业机构，这些问题都可以探讨。

三、金融市场需要有序出清

这次全国金融工作会议也提出，要把国有企业降杠杆作为重中之重，要抓好处置“僵尸企业”的工作。“僵尸企业”、市场出清、不良贷款、地方政府维稳等一系列问题搅在一起，金融乱象、金融扭曲实际上是一个镜像，反映了实体经济存在的问题，反映了整个体制机制的问题。

“僵尸企业”之所以存在，很大程度上是因为有金融机构的支持。金融机构为什么要支持“僵尸企业”？因为要掩盖不良贷款。监管部门担心不良贷款暴露后会被指责监管不到位；地方政府也担心“僵尸企业”出问题会被认为当地金融秩序不佳，同时“僵尸企业”倒闭还会造成大量人员失业，需要地方政府去维稳。地方政府、监管部门、金融机构和“僵尸企业”实际上是一个维护“僵尸企业”继续生存的利益共同体。要解决这个问题，需要通过引入赋予独立监管权力的存款保险机制，监管竞争带来的“鲇鱼效应”会打破目前的僵局。只有这样，金融机构的不良贷款和资本的真实性才会被充分反映出来。

我们的存款保险制度已于2015年正式施行，但还未处理过一家有问题的金融机构。在次贷危机中，由于存款保险公司的存在，美国虽然有500多家中小金融机构倒闭，但并没有产生较大的市场影响。到目前为止，中国没有一家金融机构倒闭，难道中国的金融体系健康到这种程度？显然不是。存款保险制度要不要发挥作用？《中华人民共和

国银行业监督管理法》要不要发挥作用？如果哪天不需要再发监管文件了，就说明中国的金融乱象问题已经解决了。我们现在需要切实执行文件。实体经济需要市场出清机制，需要优胜劣汰，把“僵尸企业”淘汰出去，同样，金融体系也需要一个健康有序的市场出清机制，也需要优胜劣汰，需要把问题金融机构、僵尸金融机构淘汰出局。当然，这一过程需要有序推进，前提是处理问题金融机构时要防止发生系统性金融风险。

四、市场机制与政府目标的冲突

最近，发改委等部门的文件都提到，要降低企业成本、减轻企业负担，要督察金融机构给企业的贷款利率是否太高。同时，监管部门也要求金融机构的不良贷款不能增加。这种提法存在几个问题。

第一，解决中小企业融资难、鼓励“双创”，需要考虑的一个问题是政府投资是否已经过多，有没有挤出效应。一方面需要鼓励金融机构支持中小企业，另一方面需要大力推进政府基础设施投资。要么央行“放水”，要么产生挤出效应，否则政府支持小微企业、支持“双创”，与政府在基础设施上大量投资，某种程度上两者是相互矛盾的。同时，相对而言，中小企业违约率高、不良贷款比率高是正常的，正确的做法是通过相对较高的利率来抵补较高的贷款成本和风险补偿，而要求对中小企业贷款利率不能提高，不良贷款率不能上升，显然是做不到的。

第二，对中小企业来说，它们能否获取资金比资本成本的高低更重要。原因在于，现实中，很多中小企业经营规模相对较小，融资属于短期流动性需求，甚至只是过桥贷款，过分限制利率水平反而会把中小企业挤出正规金融市场。

第三，企业在不同生命周期需要不同的融资方式，有可能现阶段企业更需要的是自有资金、风险投资或民间资金，而非银行贷款，企

业在不同发展阶段需要的资金支持方式不同。银行贷款不能包打天下。

第四，过分限制贷款利率，最终可能是金融机构名义上贷款给了中小企业，事实上是贷给了政府平台，因为政府平台按企业人数统计也是中小企业，结果明显偏离政策的目标。另外，限制贷款利率会促使银行要求企业去找担保，而找担保需额外付费，这导致综合利率水平并没有降低。如果用财政资金成立担保基金，同时要求金融机构适当降低贷款利率，这是可行的；但实际上，很多地方政府成立担保基金却不愿承受损失，又要求银行贷款利率不能提高，这种不切合实际的政策不能解决问题。

以上这些是基于我目前观察到的案例，从微观视角得出的一些结论。因此，中国经济要想真正转型，必须按照习近平总书记所讲的做，即加强国家治理能力建设。加强国家治理能力建设，必须从微观机制、市场机制的角度，提升公司治理水平，把政府与市场、监管者与被监管者、财政与金融、中央财政与地方财政等关系理顺，只有这样，市场经济中才不会存在那么多乱象，金融市场的价格才能更好地反映微观主体的信用。

最后重申一下，我所讲的观点仅代表我个人从研究视角对一些经济金融现象的看法，不代表我的工作单位的态度。

---

1. 本文系笔者于2017年7月28日在“金融鹏程大讲堂”第18期的演讲，原题为“市场机制、微观主体信用与国家治理”。

金融安全问题[注]

2016年以来，在世界经济复苏一波三折的情况下，我国经济保持了缓中趋稳、稳中向好的趋势，供给侧结构性改革取得了显著进展，产业结构、需求结构、收入结构持续优化，经济新的动能正在积聚，传统动能的改造升级也在加快，金融体系整体平稳运行，成绩来之不易。

但我们也应该清醒地认识到，面对国际国内形势的新变化，经济金融发展仍然稳中有难、稳中有险，存在不少突出矛盾和问题，金融领域潜在风险逐步显现，维护金融安全面临艰巨挑战。这也是中央经济工作会议提出“金融风险有所积聚……要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险”的重要背景。

每当改革发展遇到重大困难时，总会出现两种观点。一种观点认为，面对复杂的金融风险形势，策略上应“以保为主”，避免问题恶化，主动放缓改革节奏，甚至不惜使改革出现倒退；另一种观点认为，改革中出现的问题，恰是关键改革不到位或配套改革不到位造成的，策略上应坚持“以改为主”，要通过全面深化改革，化解风险于改革创新之中。

当前，我国金融风险和金融改革尤其是监管改革备受关注。必须看到，虽然分业监管体制在金融业态相对简单的历史时期发挥了积极作用，但随着各类金融控股公司和跨行业金融产品的迅猛发展，我国金融体系正如已行驶多年的汽车，各方面都出现了问题，仅仅依靠日常保养维护已无法保证行驶安全，必须大修后才能上路。在此背景下，我认为，“保”是消极防御，为保而保、以保为主势必适得其

反，可能导致风险防不住、底线保不住。“改”是积极作为，积极主动地推进改革是防范和化解风险的根本途径。

一、金融安全不是“保”出来的

首先要明确的是，什么是“保”？要“保”什么？从根本上说，“保”是基于底线思维，是非常态下应对危机的机制和措施，“保”的是底线，只有形势发展到触及底线时才需要“保”。就金融风险而言，“保”就是要守住不发生系统性金融风险的底线。在底线之上，过度追求“保”必然妨碍市场配置资源的效率，不仅无法有效化解已有的风险，无助于从根本上消除风险产生、积累和传染的根源，还会扭曲激励机制，最终催生新的风险。

第一，“以保为主”会固化既有结构性矛盾，导致风险积少成多、积小成大。

“以保为主”将“守住系统性金融风险的底线”曲解为“零风险暴露”。许多本该有序化解的个体性、局部性、短期性风险因素迟迟不能得到处置，可以通过风险暴露而疏导的压力长期得不到释放。市场机制在资源配置中的决定性作用无法发挥，固化并加剧了原有结构性矛盾，导致风险积少成多、积小成大，大而不能倒的风险领域越来越多，系统性风险压力显著加大。

我国房地产市场的调控政策是“以保为主”理念的突出表现。一旦房价上涨，政府就会担心有风险，而采取限购、限贷等行政化色彩较浓的干预手段来抑制需求；而一旦经济走弱，政府希望以房地产投资提振经济增长的时候，又会采取反向措施促进房地产发展。房地产调控政策长期以短期调控目标为导向，而土地财政、供地制度、房产税以及房地产在经济增长和调控中的作用等深层次体制机制改革尚未实质推进，三、四线城市库存未去，一、二线城市泡沫又起。

第二，“以保为主”催生道德风险和新的风险点。

“以保为主”主张“零风险暴露”，采取事实上“花钱买稳定”的策略。其结果是微观上隐性担保、刚性兑付盛行，宏观上中央银行作为最后贷款人进行无限救助，造成了严重的激励扭曲，催生了道德风险：投资者长期缺乏自我保护意识；企业和金融机构因风险不必自担而过度承担风险；监管部门因成本外生的无限救助，存在放松监管的逆向激励。当前，许多金融机构在金融市场上进行高杠杆投资套利，在金融市场紧绷的情况下，各类意外事件往往形成不小的市场震荡，过分强调市场稳定就可能倒逼央行投放货币，在这一具有明显道德风险特征的制度格局下，影子银行的资产规模必然在整体资本水平不足的情况下进一步扩张，最终导致更高的杠杆率和潜在风险。历史上，我国每次出现金融风险时，在治理策略上都是重债务风险处置、轻制度和约束机制建设，这必然加剧刚性兑付和道德风险问题，导致风险反复滋生。

二、金融安全是改出来的

当前我国面临的风险、困难和问题，在相当程度上是因为渐进性改革无法一蹴而就，是改革不彻底、不到位的结果。只有全面深化改革，才能有效破除风险和困难背后的体制根源，维护金融稳定和金融安全。

我国的改革实践证明，唯有改革才是从根本上化解风险、破解发展难题的唯一出路。20世纪70年代末，我国坚定地推行改革开放，解放生产力，为近40年的快速发展奠定了基础。亚洲金融危机之后，我国推进商业银行改革、推进国企改革、加入WTO等，释放了经济活力，创造了稳定高速增长的奇迹。2008年全球金融危机后的保增长政策虽然对短期经济稳定发挥了积极作用，但由于一些重要的结构性改革未及时推进，传统经济增长战略和经济结构的内在矛盾有所固化，为“保增长”而过度刺激经济的做法也不利于进一步推进供给侧结构性改革。

三、改革的方向

金融是实体经济的镜像反映，当前我国各种潜在金融风险实际上是国民经济深层次矛盾的综合反映，既有金融体制不完善的原因，也有经济结构矛盾和经济体制转轨不到位的因素。因此，当前维护金融稳定和防范化解金融风险的治本之策，是深入推进实体经济供给侧结构性改革，同时要加快金融领域尤其是金融监管体制机制改革，守住不发生系统性金融风险的底线。

一是要深入推进“三去一降一补”的供给侧结构性改革。要坚持市场化、法治化原则，坚定地淘汰落后产能。去库存的关键是建立促进房地产市场健康发展的长效机制，因城因地施策，重点解决三、四线城市房地产库存过多的问题。要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重，当务之急就是要加快推进国有企业改革、中央地方财税体制改革、理顺价格机制等来有力地改变激励机制。要加大简政放权力度，降低各类交易成本，特别是将“营改增”的减税效应落到实处。在补短板方面，既要补硬的短板，也要补软的短板；既要补发展短板，更要补制度短板。

二是以强化金融监管为突破口推进金融体制改革。从我国的实际状况出发，金融改革的突破口主要在改革现行分业监管体制，以适应日趋明显的综合经营格局。中央银行要加强宏观审慎管理职能，防范系统性金融风险。重点在两个方面：一是纠正现行体制下监管机构的地盘意识和行业保护倾向，统筹监管重要金融基础设施，建立覆盖全市场的交易报告库制度，增强市场透明度，实行穿透式监管，实现风险监管全覆盖；二是赋予中央银行对系统重要性金融机构和金融控股公司的监管权，以防范系统性金融风险。只有做到这两点，才能为其他金融改革创造一个稳定的金融环境。

---

1. 本文系笔者于2016年12月28日在“人民财经高峰论坛”上的演讲，原题为“金融安全是改出来的，不是保出来的”。

防范金融风险[注]

2015年以来，我国经济缓中趋稳、稳中向好，供给侧结构性改革取得显著成效，金融体系整体平稳运行。但我们也应清醒地认识到，面对国际国内形势的变化，我国经济金融发展仍然稳中有难、稳中有乱、稳中有险，金融风险多发，维护金融安全面临严重挑战。出现了杠杆率高企反映经济金融总体风险加大，信用风险积聚考验金融体系风险防控能力，风险跨界传染加剧表明金融风险系统性水平提高，“金融三乱”和非法集资卷土重来扰乱金融秩序的迹象。中央经济工作会议指出，“金融风险有所积累……要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险”。为贯彻中央精神，在守住系统性风险底线的同时，要把全面深化改革作为治本之策，深入推进“三去一降一补”供给侧结构性改革，并以积极稳妥推进金融监管体制改革为重点完善现代金融体系。

一、当前金融风险产生和防控不力的体制根源

金融是实体经济的镜像反映，当前我国各种金融风险是国民经济深层次矛盾的综合反映，既有经济结构矛盾和经济体制转轨不到位的因素，也有金融体制不完善的因素。

（一）实体经济改革不到位

一是国有企业改革不到位。国有企业行政管理模式改变不彻底，国有资产效益不高、活力不足、加杠杆冲动较强，这是企业部门整体偿债能力下降、杠杆率攀升、信用风险加大的重要原因。2014年年底国企资产负债率较2007年年底上升了7个百分点，目前杠杆率已达到民企杠杆率的两倍左右。二是金融机构公司治理不健全。“三会一层”

和内控机制流于形式，董事会运作行政化，运营管理机关化。许多金融机构仍主动或被动承担大量政策性业务，预算软约束导致道德风险，资本真实性和质量不高导致利润虚高，管理和防控风险的能力不足。三是中央与地方财权事权不匹配。地方政府缺乏主体税种，隐性债务持续升高，土地财政根深蒂固，不断催生“地王”，持续吹大经济泡沫。四是部分行业垄断特征明显。虽然在政策上一些领域相继开放，但仍然存在各种“玻璃门”、“弹簧门”、“旋转门”，形形色色的市场准入关卡仍然难以逾越。

（二）金融管理体制不完善

一是金融调控软弱无力导致风险滋生。金融监管博弈货币调控，监管部门基于对金融机构巨大而直接的影响力，自觉或不自觉地超越监管范畴，扮演宏观调控角色，宏观调控令出多门，货币政策主体性和自主性不够，货币总闸门难以控制，导致近年来我国金融体系资产规模迅猛扩张，股票、房地产和商品市场泡沫的积累和破灭反复出现，这是当前各类金融风险产生的重要背景。二是分业监管导致风险防控不力。首先，在分业监管体制下，“铁路警察各管一段”的监管模式，无法有效识别和防范综合经营和大资管背景下行业交叉领域不断积累的金融风险，导致监管真空。在“宝万之争”事件中，各监管部门仅关注各自领域，无法实现穿透式监管，无法识别高杠杆投资的巨大风险。其次，部分功能和法律属性相同的金融业务分属不同部门监管，政策沟通不畅导致监管标准不一，滋生监管套利，破坏了市场的公平有效性，如信托计划和券商、基金的资管产品的业务功能和法律属性相同，但不同监管部门对风险资本的要求大不相同。各监管部门独立发展登记结算等金融市场基础设施和金融统计系统，数据标准不一、信息归集困难、无法获得统一共享的监管数据，导致监管反应迟钝。三是日常监管与危机救助的分离导致风险处置低效。在金融机构治理不完善、金融监管不到位的情况下，金融安全网过度依赖中央银行这一最后贷款人。央行稳定金融的功能被简化成“付款箱”，在

不参与日常监管的情况下参与救助，权责不对称必然导致救助处置耗时低效，兜底式“花钱买稳定”往往要付出更高代价。

二、防范金融风险要托底于“保”、立足于改

在当前实体经济结构矛盾突出、金融管理体系不完善、金融风险高压高发的背景下，“以保为主”还是“以改为主”争论又起，从根本上厘清“保”和“改”的区别与联系，明确理论边界和政策含义，对于正确领会和贯彻落实中央经济工作会议精神意义重大。

（一）“以保为主”是对守住风险底线的曲解

什么是“保”？“保”和“改”的理论边界在哪里？要“保”什么？这是我们首先要回答的问题。从根本上说，“保”是基于底线思维，是非常态下应对危机的策略，“保”的是底线，只有形势发展到触及底线时才需要“保”。就金融风险而言，“保”就是要守住不发生系统性金融风险的底线，所以说金融安全托底于“保”。在底线之上，过度追求“保”必然妨碍市场配置资源的效率，不仅无法有效化解已有的风险，无助于从根本上消除风险产生、积累和传染的根源，还会造成激励机制扭曲，最终催生新的风险。

一是“以保为主”会固化既有的结构性矛盾，导致风险积少成多、积小成大。在“以保为主”理念引导下，许多本该有序化解的个体性、局部性、短期性风险因素迟迟不能得到处置，本来可以通过风险暴露而疏导的压力长期得不到释放，大而不能倒的风险领域越来越多，系统性风险压力显著加大，市场机制在资源配置中的决定性作用无法得到发挥。我国房地产市场的调控政策是“以保为主”理念的突出表现。一旦房价上涨，政府就会担心有风险，而采取限购、限贷等行政手段来抑制需求；而一旦经济走弱，政府希望以房地产投资提振经济增长的时候，又会采取反向措施促进房地产市场发展，房地产调控被短期调控目标左右，而土地财政、供地制度、房产税以及房地产

在经济增长和调控中的作用等深层次体制机制改革未得到实质推进，这是尚未建立“促进房地产市场健康发展的长效机制”的根本原因。

二是“以保为主”会催生道德风险和新的风险点。“以保为主”主张“零风险暴露”，采取事实上“花钱买稳定”的策略。其结果是微观上隐性担保、刚性兑付盛行，宏观上中央银行作为最后贷款人进行无限救助，造成了严重的激励扭曲，催生了道德风险：投资者长期缺乏自我保护意识；企业和金融机构因风险不必自担而过度承担风险；监管部门因成本外生的无限救助，存在放松监管的逆向激励。当前，许多金融机构在金融市场上进行高杠杆投资套利，在金融市场紧绷的情况下，各类意外事件往往形成不小的市场震荡，过分强调市场稳定就可能倒逼央行投放货币，在这一具有明显道德风险特征的制度格局下，影子银行的资产规模必然在整体资本水平不足的情况下进一步扩张，最终导致更高的杠杆率和潜在风险。

（二）“以改为主”是防范金融风险的唯一出路

改革开放的历史证明，唯有改革才能解决经济转型中出现的问题，唯有改革才能从根本上清除风险滋生和积聚的体制根源。

第一，要深入推进“三去一降一补”的供给侧结构性改革。要坚持市场化、法治化原则，坚定地淘汰落后产能。去库存的关键是建立促进房地产市场健康发展的长效机制，理顺中央与地方财政关系，使地方政府具备与其职责相匹配的财权和财力，摆脱对土地财政的依赖。因城因地施策，重点解决三、四线城市房地产库存过多的问题。要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重，当务之急就是要加快推进国有企业改革、理顺价格机制等来有力地改变激励机制。要加大简政放权力度，降低各类交易成本，特别是将“营改增”的减税效应落到实处。在补短板方面，既要补硬的短板，也要补软的短板，既要补发展短板，也要补制度短板，尤其是民间资本进入垄断行业的制度短板。应抓紧制定出台大幅放宽电力、电信、交通、石油、天然气、市政公用等领域市场准入的方案和政策措施，制定出

台支持民间资本进入养老、健康、家政、教育培训、文化教育等服务行业的具体办法，同时努力为民间资本营造公平的竞争环境。

第二，以积极稳妥推进金融监管体制改革为重点完善现代金融体系。我国现行金融监管体制在金融业态相对简单的历史时期发挥了积极的作用，但在当前新形势、新任务提出新挑战的背景下，我国金融体系总体上就像已行驶多年的汽车，各方面都出现了问题，仅仅依靠日常保养维护已无法保证行驶安全，必须大修后才能上路。总体而言，要围绕使市场在资源配置中起决定性作用的目标，加快金融改革和金融业转型升级，建设平衡高效、开放创新、安全稳健的现代金融业，发挥金融服务供给侧结构性改革的作用，全面提高金融服务实体经济的效率，建成调控有力、监管有效、法制完善的现代化金融治理体系。

鉴于我国金融风险高压高发、金融风险演化为系统性风险可能性加大的严峻形势，当前金融改革应以金融监管体制改革为重心。中央经济工作会议要求“深入研究并积极稳妥推进金融监管体制改革”。党的十八届五中全会和国务院“十三五”规划纲要也明确要求，加强金融宏观审慎管理制度建设，加强统筹协调，改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架，加快建立符合现代金融特点、统筹协调监管、有力有效的现代金融监管框架。具体而言，新一轮金融监管体制改革的任务，一是强化金融宏观审慎管理，加强和改善中央银行职能，防范系统性金融风险。建设由中央银行牵头、相关部门配合，包括政策主体、政策目标、政策工具、传导机制各要素，决策、执行和评估各环节完整有效的金融宏观审慎管理制度，完善逆周期、跨市场系统性金融风险的早期识别预警机制，完善事中监测控制和事后救助处置机制。中央银行统筹监管系统重要性金融机构和金融控股公司，统筹监管重要金融基础设施，统筹负责金融业综合统计，依托支付系统和各类基础设施构建实时监管体系。二是强化功能监管和综合监管，实现风险监管全覆盖。突出功能监管，统一功能与法律属性相同的金融产品和金融服务的监管规则及监管标准，减少监管套利。强化

综合监管，完善跨市场金融活动的杠杆率等审慎监管规则，落实穿透式监管原则。实施全覆盖监管，构建针对线上、线下各类金融活动，包括持牌、非持牌融资活动的全面监管体系，严厉打击非法集资。加强行为监管，建立激励相容、有力有效的金融消费者保护制度，维护金融市场的竞争秩序。

---

1. 本文发表在《紫光阁》2017年第1期，原题为“改革是防范金融风险的唯一出路”。

有效的金融监管体系㊟

国际金融危机以来，金融监管政策一直是各界关注的焦点。从国外来看，主要发达经济体在对金融危机进行深入反思的基础上，积极推进金融监管改革，提高金融监管标准，扩大金融监管范围，全面加强金融监管力度。如美国的《多德-弗兰克法案》（*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*）、英国的《2012年金融服务法案》（*The Financial Services Act* 2012）、欧盟的《金融工具市场指令》（*MiFID* II）等。但相关政策在提升金融体系稳健性的同时，也因监管强化阻碍了金融发展和金融服务实体经济而招致批评和反弹。2017年6月，美国众议院通过了大幅反转《多德-弗兰克法案》的CHOICE法案（《为投资者、消费者和企业家创造希望与机会的金融法案》），同时美国财政部出台了首份金融监管核心原则报告，呼吁放松银行监管要求。

从国内来看，随着经济进入新常态，从钱荒到互联网金融风险、从股灾到债市风暴，局部金融风险频繁爆发，不断暴露我国金融监管的深层次缺陷，这是“十三五”规划提出“改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架”的重要背景。

接下来，我要在梳理金融监管发展沿革的基础上，从经济金融理论的角度来探讨有效金融监管体系的框架，仅供大家参考。

金融监管是伴随着金融市场的发展而不断发展演进的。早期的金融监管是市场自发形成的。比如，1792年华尔街的“梧桐树协议”开启了美国证券行业的自律管理。1907年私人银行家摩根出面组织私人银行共同应对金融恐慌，最终促成了美联储的诞生。英国央行英格兰银行诞生之初也是一家私人银行。而随着金融危机的频度和烈度不断提升，尤其是“大萧条”之后，人们意识到金融危机能够产生巨大的

外部性和经济社会成本，仅仅依靠市场自律无法应对市场失灵、防范系统性金融风险。理论上，经济学家从权衡监管收益和成本的角度肯定了公共部门参与金融监管的重要性。在实践中，出于降低危机外部性的考量，中央银行衍生出“最后贷款人”的职能，开始对金融机构的经营活动进行监督检查，实现了从私人部门市场自律向公共部门监管的过渡。

第二次世界大战后，随着凯恩斯主义的盛行，金融监管以“重度监管、安全优先”为导向，普遍实行严格的金融管制，由此造成严重的金融抑制和效率损失。随着凯恩斯主义在20世纪70年代遭到“滞胀”的阻击，金融监管理论开始反思金融管制的局限性，提出了供求失衡、寻租、监管俘获等监管失灵的理论解释。西方发达国家此后纷纷放松对金融业的严格管制，开始转向“轻度监管、效率优先”，奉行金融自由化。美联储前任主席格林斯潘将之描述为“最少的监管就是最好的监管”。

2008年国际金融危机爆发之后，轻触式监管下金融体系的脆弱性超过了微观层面的风险管理能力和宏观层面的监管能力，被认为是本轮危机爆发的重要原因，金融监管理论回到“安全与效率并重”的原则上来，宏观审慎管理的重要性逐渐成为共识，人们对中央银行与金融稳定的关系也有了重新认识。

但从金融监管理论来看，究竟什么样的金融监管体制能够实现安全与效率并重、既严格又富有弹性、可以有效平衡金融创新与风险防范呢？我想从以下几个角度展开论述。

一、中央银行与金融监管的关系

一是中央银行货币调控离不开金融监管政策的协调配合。从现代货币创造理论看，中央银行的货币供给是外在货币（Outside Money），金融体系内部创造的货币是内在货币（Inside Money），货币调控是通过外在货币影响内在货币从而实现货币调控的目标。而监

管政策直接作用于金融机构，权威性强、传导快，具有引发内在货币剧烈调整的威力，这在很大程度上决定了货币政策传导的有效性。2017年4月以来，我国金融监管政策密集出台，事实上造成了货币乘数和M2的下降。可见，虽然中央银行可以调控外在货币，但如果没有有效的监管做保证，中央银行也无法控制外在货币的流动方向和使用效率，也无法保证金融支持实体经济。

二是中央银行履行金融稳定职能需要获得相关金融监管信息。明斯基（Minsky）将融资分为三类：套期保值型、投机型和庞氏骗局。其中，套期保值型融资（Hedge Finance）指依靠融资主体的预期现金收入偿还利息和本金；投机型融资（Speculative Finance）指融资主体预期的现金收入只能覆盖利息，尚不足以覆盖本金，必须依靠借新还旧；庞氏骗局（Ponzi Firm）指融资主体的现金流什么也覆盖不了，必须依靠出售资产或不断增加负债。一个稳定的金融系统必然以套期保值型融资为主，在以套期保值型融资为主的金融体系中引入部分投机型融资，能提高金融体系的效率。为了维护金融稳定，中央银行天然承担最后贷款人的救助职能，这必然要求中央银行在法律上、管理上具备引导社会融资形成以套期保值型融资为主的结构的能力，而这种能力必然建立在中央银行了解金融体系中各种类型的融资及其相关风险的监管信息的基础上。这样就比较容易理解习近平总书记强调的“三个统筹”（统筹监管系统重要性金融机构和金融控股公司，尤其是负责对这些金融机构的审慎管理；统筹监管重要金融基础设施，包括重要的支付系统、清算机构、金融资产登记托管机构等，维护金融基础设施稳健高效运行；统筹负责金融业综合统计，通过金融业全覆盖的数据收集，加强和改善金融宏观调控，维护金融稳定），以及宏观审慎管理与中央银行的关系。

三是中央银行行使最后贷款人职能、开展危机救助需要金融监管政策的协调配合。最后贷款人流动性救助职能赋予了中央银行作为危机救助最后防线的重要地位。作为最后贷款人的行动指南，白芝浩（Bagehot）法则从19世纪以来就一直是中央银行提供流动性救助的重

要依据。因为问题金融机构是“微弱少数”，金融体系中的绝大多数银行还是健全的，中央银行既无责任也无必要为这一小部分银行提供无偿救助，因此该法则要求中央银行在出现流动性危机时采取迅速果断的行动，防止系统性风险的蔓延，同时遵守向流动性困难而非财务困难的银行提供流动性支持的原则，防范道德风险。流动性困难的机构要提供高质量的抵押品，中央银行要对其收取惩罚性高利率。试想如果不参与事前事中监管，且无法有效共享监管信息，中央银行很难清楚掌握银行的资产状况，因而难以做出准确的救助决定，降低了救助的效率。在这种情况下实施的救助，很有可能是在向事实上已经资不抵债的问题金融机构输血，中央银行的最后贷款人职能被简化为“付款箱”，存在严重的道德风险。

二、监管体制要激励相容

第一，监管目标应清晰明确。诺贝尔经济学奖得主霍姆斯特姆（Holmstrom）及合作者米格罗姆（Milgrom）在对多任务“委托-代理”的分析中指出，面临多个任务目标时，代理人有动力将所有的努力都投入业绩容易被观察到的任务中，而减少或放弃在其他任务上的努力。在金融监管领域，我国的金融监管者往往也直接承担发展职能，在监管与发展的二元目标的激励下，监管者会自然地倾向于成绩更容易被观测到的发展目标，而相对忽视质量不易被观测到的监管目标。从长期看，监管与发展是统一的，即金融体系稳定高效运行，并有效地服务实体经济。但在短期内，监管与发展可能出现政策倾向的不一致，存在目标冲突，这就会导致监管者出现以发展为重、监管激励不足的问题。从中央层面看，监管部门以大为美，以发展壮大本行业、本领域为内在动力，在功能属性相同的金融产品、业务交叉领域出现监管竞争。监管者之间的竞争并不一定是坏事，但是在同样的金融产品缺乏统一规制的前提下，监管竞争易演变成竞相降低监管标准的监管竞次，导致“劣币驱逐良币”，必然损害监管的有效性和金融稳定。如果在统一监管规制的前提下，监管者的竞争就会成为市场发

展的竞争，成为监管者改善公共服务、激发市场活力的动力，是有利于市场的长期发展和稳定的。从地方层面看，地方政府以动员更多金融资源服务当地发展为己任，与旨在维护金融稳定的金融监管职能，尤其是审慎监管可能存在矛盾，地方政府承担部分审慎监管职能，但金融体系的系统性风险又由中央政府负责，这可能纵容地方政府对金融体系进行行政干预，不利于金融体系的稳定。

第二，监管权责应对等。经济学研究很早就意识到，监管是监管者行为的加总，监管者可能出于个人利益的考量而偏离公共利益目标，导致监管失灵。一是金融监管供求失衡。金融监管是公共物品，但监管者并不会毫无成本、毫不犹豫地按照公共利益提供公共物品。二是金融监管存在寻租。只要政府通过监管干预资源配置，私人部门就有寻租可能，设租寻租行为会降低资源配置效率。三是金融监管存在监管俘获，监管机构可能被监管对象俘获，在利益集团的影响下，偏离公共利益目标。因此，激励相容的监管体制就是要通过合理的监管分工、严格的问责惩戒、薪酬等正面激励抑制监管者偏离公共利益的冲动，将监管者的行为统一到金融监管的整体目标上来。

从监管分工来看，金融监管的激励理论指出，金融监管的总体目标以某种方式被分解后交由若干监管者承担，这是监管专业化和监管范围经济之间平衡的结果。如果监管分工出现权力和责任不匹配的现象，就会导致监管机构出现严重的激励扭曲，有权无责往往导致权力滥用，有责无权则会使监管目标无法实现。从金融风险事前事中事后管理来看，承担最后贷款人危机救助职能的中央银行以及作为风险处置平台的存款保险，一旦与事前事中日常监管分离，不仅危机救助和风险处置会因为信息不对称而缺乏效率，还会因日常监管者不必完全承担救助成本而逆向激励其具有道德风险的行为。因此，在激励相容的监管分工下，危机救助者和风险处置者往往也承担日常监管职能。

以存款保险为例，存款保险建立之初主要是作为仅负责事后偿付存款人的“付款箱”，但经过实践的检验，纯粹的“付款箱”模式被

证明是不成功的，其局限性在于仅承担事后买单的责任，而不具备事前监督的权力，责任明显大过权力，难以有效应对监管宽容和道德风险，导致处置成本高昂，无法及时防范和有效化解金融风险。从国际发展趋势来看，存款保险制度模式逐渐向权责对称的“风险最小化”模式收敛。一是存款保险可实施基于风险的差别费率，对风险较低的投保机构适用较低的费率，反之适用较高的费率，这可以促进公平竞争，构建正向激励。二是赋予存款保险早期纠正职能，存款保险有权力检查、干预问题银行，在银行资不抵债之前，尽早发现并采取措施，确保金融风险“早发现、早处置”。

从问责机制来看，金融监管者并不完全承担监管失误导致危机和风险暴露的成本，导致监管激励不足，监管的努力程度低于最优水平。同时，即使有明确的监管制度，监管者也可能有法不依。问责机制就是要基于监管失误对监管者施加惩戒，强化其监管激励。比如，2001年澳大利亚HIH保险集团倒闭，澳大利亚金融监管局（APRA）被认为存在严重的监管失误，并可能存在利益输送，澳大利亚政府专门成立皇家调查委员会对此进行调查，多名监管人员受到问责并被免职。

合理的监管者薪酬水平也是权责一致、激励相容的另一面。监管的有效性很大程度上既取决于监管者的主观能动性，又取决于监管者与监管对象专业水平的对比。在监管机构薪酬水平与市场差距过大的情况下，监管机构人才不断流失、监管专业性下降将无法避免。

第三，监管政策应公开透明。德瓦特里庞（Dewatripont）和梯若尔（Tirole）等人将不完全契约理论引入金融监管的研究，指出由于监管者容易受政治力量的影响，或被监管俘获而偏离公共利益的目标，因此监管政策的自由裁量权应与监管机构的独立性相匹配：对独立性较强、能将广大金融消费者利益内化为自身目标的监管者，可以被赋予更多的相机监管的权力；而对于独立性较弱、受政治压力及利益集团的影响较大的监管者，则应当采取基于规则的非相机性监管制度，增加监管政策的透明度，这也是《巴塞尔协议》等国际监管规则

的理论基础。通过透明的监管规则实现激励相容，在金融监管发展的各个阶段都有具体体现。比如白芝浩法则明确要求最后贷款人的流动性支持必须以合格的抵押品和惩罚性利率为前提；微观审慎监管通过明确的资本充足率要求，使金融机构风险总量（总资产）与其风险承受能力（自有资本）相匹配；宏观审慎管理对系统重要性金融机构提出更高的监管要求，要求订立“生前遗嘱”，基于“大而不能倒”的隐性保护而提高监管约束。

三、金融监管与市场机制的平衡

监管与市场的关系问题是金融监管理论中长期存在的争论。监管与市场互补、弥补市场失灵、克服金融市场的内在缺陷是金融监管的基本出发点。然而在金融监管理论与实践发展的历程中，互补和替代很难有清晰明确的界限，分寸难以拿捏。监管既容易缺位，因无法弥补市场失灵而产生系统性金融风险；也容易越位，因抑制市场机制作用而导致效率损失。我认为，准确界定监管与市场的关系既应从“大处着眼”，将金融监管视为金融治理体系的一部分，也应从“小处着手”，对金融风险属性加以区分，使政府监管主要用来应对系统性金融风险。

（一）金融监管是金融治理体系的组成部分

金融监管并非孤立的存在，而是金融治理体系的组成部分。金融部门的风险管理来自金融机构的内部控制和外部约束，内部控制取决于公司治理及其相应的制度安排，外部约束则包括政府监管与市场监督两个方面。因此，金融治理体系应是由金融监管与其他市场化约束机制相互配合，共同实现金融稳定的目标。

金融危机的教训表明，金融机构的稳健性和韧性是保证金融稳定的基础。而完善金融机构的公司治理，有利于形成有效的决策、执行、制衡机制，把风险防控的要求真正落实于日常经营管理之中。同时，明确金融机构经营失败时的市场化退出机制，包括风险补偿和分

担机制，加强对存款人的保护等，能有效防止银行挤兑。这些市场化的约束机制，可以遏制高杠杆、低资本、不良贷款等现象，内在地提高金融机构的稳健性，在微观的、局部的风险防范上也往往比政府监管更有效率。

然而在我国实践中，市场化约束机制的作用往往没有得到充分发挥，导致风险事前事中管理完全依靠金融监管，最终形成中央银行作为最后贷款人的无限责任。

从公司治理来看，金融监管机构很多时候行使的是行业主管部门的职能，着眼点往往是如何“管企业”，而不是考虑如何完善企业的公司治理。近年来，金融机构的监管部门在机构准入和风险处置过程中，频繁派人出任被监管机构的高管，导致监管部门和被监管机构人事关系复杂，既影响监管的独立性，又干扰了金融机构的人事制度改革。同时，监管部门还制度化派员列席金融机构股东大会、董事会和监事会等内部会议并发表意见，影响董事、监事履职，干涉金融机构自主经营。监管部门与股东单位存在管理界限不清的问题，使金融机构在同一事项上要面临多个“婆婆”不一致的要求，有时导致金融机构无所适从，甚至导致资本约束等监管要求流于形式。相反，《G20/OECD公司治理原则》提出的“为金融机构建立完善稳健的公司治理架构提供指导，定期评估公司治理政策、措施和执行情况，并要求金融机构对实质性缺陷等采取有效措施和手段”等有利于完善公司治理的工作，金融监管机构却很少涉及。

从风险处置和市场退出机制来看，我国近年来在处置金融风险上存在很多缺陷和不足，集中体现为监管部门行政性地处置风险的模式存在诸多弊端，以及存款保险市场化处置机制的作用受到制约。一是监管职责与处置目标不一致，缺乏及时启动处置的内在动力。出现风险后，监管部门通常希望推迟处置时间，这使其容易错过最佳处置时机。二是缺乏专业化的处置平台，风险处置的市场化程度不高，处置效率低下。退市机构“僵而不死、死而不葬”的现象非常普遍，资产

“冰棍效应”日增，清算费用和损失日益扩大。三是缺乏正向的激励约束机制，容易引发金融体系道德风险。由于监管部门不承担处置成本，处置成本主要由国家承担，导致市场约束弱化，容易鼓励或诱发金融机构的恶意经营行为。四是各监管部门自建救助机制，这导致处置政策碎片化，既违背了投资者风险自担的基本原则，不利于打破刚性兑付，在风险暴露时又难以真正实现“自救”，不得不依赖中央银行作为最后贷款人的救助。

（二）政府监管以守住系统性金融风险的底线为重点

自诞生之日起，金融监管理论就对系统性风险和非系统性风险进行了区分，并对两者采取差异化政策应对：政府监管主要是针对系统性金融风险，非系统性金融风险主要由市场自律解决。白芝浩法则要求中央银行把提供流动性救助以应对流动性短缺的系统性冲击作为目标，而不是拯救个别金融机构，即最后贷款人是系统性金融风险的救助者，非系统性金融风险应由市场自主出清。此后，双峰监管（以审慎监管和消费者保护并重的监管体系）理念中审慎监管又以系统性金融风险与非系统性金融风险为界，分为宏观审慎管理和微观审慎监管。旨在防范系统性风险、维护金融体系稳定的宏观审慎管理一直是公共部门的职责，而微观审慎监管可在一定程度上让渡于市场自律。

区分风险属性，政府监管以防范系统性金融风险、维护宏观金融稳定为重点，是基于“安全与效率”界定的监管与市场的边界。一方面，如果风险属于非系统性金融风险，那么金融风险的外溢性是有限的，对金融安全的威胁较小，因此宜以微观审慎的合规监管为主，可以更多地依靠市场自律，风险处置主要借助存款保险的市场化处置方式，这样可以充分发挥市场机制优胜劣汰的作用，形成正确的市场纪律。另一方面，如果风险属于系统性金融风险，那么必须坚守风险防范的底线。鉴于系统性风险巨大的外溢性和经济社会成本，危机救助和风险处置不仅需要存款保险，还必然涉及中央银行作为最后贷款人的职能，甚至需要财政资金的参与，政府部门需要大量调用社会资源

深度介入。因此在事前事中监管中，除了微观审慎监管外，系统性金融风险防范必然离不了施加逆周期、降低风险传染、限制“大而不能倒”的宏观审慎管理，这是风险管理事前事中事后的权责一致，激励相容。

四、监管要有效平衡金融创新与风险防范

2008年的全球性金融危机表明，如果金融创新缺乏完善的制度环境，则容易脱离实体经济，走上盲目扩张、盲目发展的道路。为了创新而创新，游离于实体经济之外的“概念化、泡沫化”金融创新，终将成为无源之水、无本之木，只是昙花一现。浮华褪去之后，这些所谓的金融创新不仅不能起到促进经济发展的作用，反而会给金融业和实体经济带来巨大的灾难。

作为支持金融创新健康发展的重要制度，金融监管应对不同形式的金融创新采取差异化的应对。一是要区分审慎监管与非审慎监管，比如一些原本应是非审慎监管的机构，却从事应予以审慎监管的银行业务，对这种违反监管规定的所谓金融创新，监管部门应严格执行监管规定，坚决予以取缔，比如近年来部分P2P（Person-to-Person，即个人对个人）平台以金融创新的名义发展的资金池业务。二是对明显属于规避监管、监管套利的金融产品，监管部门也应主动打击，比如部分金融机构的金融创新产品名为发展直接融资，实际上是走样的信贷替代产品，是把资金投向了限制性领域，博弈宏观调控。三是对确有创新价值，且功能属性与现有金融业务和产品相同的金融创新，应按照功能监管的原则，施加统一的监管规则，比如目前的资管产品。四是对暂时难以准确定位的金融创新，可以考虑借鉴国际上沙箱监管的先例，监管者应提高风险警觉性，不能只在出现问题后才采取行动，要有预判、有预案。五是基于互联网金融业务的区域属性日益弱化，应进一步厘清政府与市场、中央与地方的监管关系，确保中央监管部门与地方监管部门高效协调运转，守住不发生系统性金融风险的底线。

1. 本文系笔者于2017年6月21日在“2017陆家嘴论坛”上的发言，原题为“探寻有效金融监管体系”。

第四章

改革之策

第一节 市场机制有效

债券市场发展的最大障碍[注]

中国债券市场从零起步，也曾停滞不前，目前市场规模已排名世界第三、亚洲第二，尤其是公司信用债规模发展到世界第二，这中间有很多经验教训值得总结。近年来，中国债券市场在宏观调控、降低社会融资成本、结构调整以及金融改革等方面发挥了越来越重要的作用，但与此同时，有关债券市场发展的评价出现了一些针锋相对的观点，也出现了以金融创新的名义在建的多个准债券市场。如何正确认识这些观点和现象，关系到能否坚持债券市场正确的发展思路和监管理念，关系到能否保持我国债券市场的大好发展势头。

一、债券市场发展中有关问题的认识

第一，如何正确认识中国债券市场的发展速度。有人以目前我国债券市场规模占GDP比重为50%左右，远低于日本和美国的200%左右的比重，来否定近年来我国债券市场发展的成绩，甚至否定目前我国银行间债券市场的发展模式，这是不尊重历史，也是不客观的。我国债券市场始于1981年国债的恢复发行，在发展初期有过重大失误，如行政审批分配、将亏损企业债券通过银行柜台卖给个人投资者、市场不透明以及重股轻债等，以致出现因企业债无法偿付而引发社会矛盾、“327”国债期货事件以及银行资金大量流入股市等很多问题。1992年亚洲金融危机后，各国对债券市场发展的重要性有了新的认识，并着力发展本国债券市场。我国也总结了国内外债券市场发展的经验教训，经反复论证，认为我国对债券市场的发展思路和监管理念出现了问题，最终决定推倒重来。中国人民银行开始介入我国债券市场的发展，并于1997年设立银行间债券市场，即面向机构投资者的场外市场。2004年以后，中国人民银行又以市场化的方式推动公司信用类债券市场发展，其中包括成立交易商协会，实行企业债务融资工具发行

注册制。监管竞争也推动了发改委放松企业债的管制和证监会放松公司债的管制，使我国债券市场规模快速扩大，国际排名已从2004年的第21位攀升至目前的第3位（据国际清算银行统计），公司信用债规模上升至全球第二。

第二，如何看待银行持债比例问题。有人认为，银行间市场投资者中银行持债比例过高，尽管银行间债券市场发展较快，但主要是间接融资而不是直接融资。实际上，债券市场投资者结构与一国融资结构高度相关。从国际情况来看，在以间接融资为主的国家，金融资产分布主要集中在存款机构，商业银行持债比例相对较高。而在以直接融资为主的国家，金融资产分布较为分散，商业银行持债比例相对较低。比如德国和日本都是银行主导的金融体系，2013年两国银行资产占金融资产的比例分别为77%和61%，与此对应，两国商业银行持债的比例就相对较高，分别为32%和37%。而美国的资本市场很发达，非银行金融机构在金融体系中的作用较大，相应地，基金类集合投资人是美国债券市场最重要的债券投资主体，2013年持债比例为21%，银行持债比例仅为13%。除了前面提到的融资结构，债券市场投资者结构还受到包括税收结构、监管政策、开放程度等在内的一系列因素的影响，并且债券投资者的结构演变是一个动态的变化过程。20世纪50年代，美国银行持债比例一度高达52%，后来随着个人投资市政债免税政策、401条款、鼓励养老基金和互助基金发展等一系列税收激励措施的出台，美国商业银行持债比例才有所下降。而德国银行持债比例也从20世纪90年代的45%下降到2015年的32%。

我国也是以间接融资为主的国家，因此银行持有债券的比例自然相对较高，这是与当前融资结构相适应的。事实上，随着我国金融市场的发展，投资者类型日益丰富，银行持债的比例是持续下降的。从投资者数量来看，2014年年底银行间市场共有投资者7369家，既有银行，又有证券公司、基金公司、保险公司等非银行金融机构，还有证券投资基金、社保基金、企业年金、银行理财、保险产品、信托计划、证券基金公司的资产管理计划等各类非法人产品。银行和信用社

等存款类机构仅占投资者数量的17.8%，证券投资基金、企业年金占比较高，分别为21.2%和20.6%。同样，我国商业银行持债比例从1999年的99%降至2015年的64%，持有信用债比例仅为43%，与日本、德国大致相当；而保险公司、非法人产品持债比例则呈显著上升态势，分别从2004年的6%和4%上升至2013年的8%和15%。

近年来，央行也通过推进商业银行柜台市场，向中小投资者出售高等级的债券。国开行债券已于2014年通过银行柜台成功发行。不过，因为个人购买铁道债需要缴纳20%的利息税，所以铁道债在柜台市场发售时受到阻碍。而美国和英国的债券市场比较活跃，很大程度上是因为采取了激励投资债券的税收政策和会计制度的配套政策。由此可见，评价我国债券市场投资者结构不能脱离我国债券市场发展的阶段和环境。必须认识到，在以间接融资为主的大格局以及配套财税政策未改变的情况下，银行在相当长一段时间内仍将是债券市场的重要投资者。

第三，中国的资产证券化产品应不应该到交易所发行。这个问题涉及债券市场究竟是以场外市场为主还是以场内市场为主。有人认为，交易所的投资者类型丰富，因此债券尤其是信贷资产证券化产品应主要在交易所面向个人和企业发行。可是在实践中，无论是在发达国家还是在发展中国家，债券市场都是以场外市场为主，在交易所发行交易债券仅仅是补充。事实上，信贷资产证券化产品与其他固定收益产品一样，具有大宗个性化交易、定价相对复杂的特性，因此也主要在采用询价交易、面向合格机构投资者的场外市场进行发行和交易。同时，由于采用了结构化融资技术，信贷资产证券化产品比其他固定收益产品在结构上更为复杂，对其风险和定价的分析需要更专业的知识。因此，这种产品总体上不适合风险识别与承担能力较弱的个人投资者购买，“雷曼迷你债”事件就是一个典型例子。2008年国际金融危机发生后，资产证券化产品几乎全部由机构投资者购买。

此外，我国的信贷资产证券化产品与国际主流产品有所不同。国际上主流的资产证券化产品主要是房屋抵押贷款证券化、信用卡、汽车贷款、学生贷款以及房屋权益贷款等，具有入池资产种类单一、集中度高的特点。因为其数量众多，所以更适合运用统计学的大数法则，获得资产池相对稳定的违约率，从而很好地定价。而我国的资产证券化产品以一般企业贷款的证券化产品为主（这与我国银行资产中房屋抵押贷款和消费类贷款占比相对较低有关），难以通过大数法则分析其违约率。2012年重启资产证券化至2014年年底，以成功招标为统计口径，我国共发行77单信贷资产证券化产品，其中63单是公司信贷资产支持证券。在这种情况下，如果不将所有的资产包打开分析，即使是专业投资者也搞不清楚违约率究竟是多少以及如何准确定价，更何况是个人投资者呢。现阶段，银行拿出证券化的基础资产均为优质资产，其风险问题尚不突出，卖给个人投资者问题还不大。一旦这项业务实现常规化发展后，卖给个人投资者就有很大的问题。

第四，中国的债券市场是否存在市场分割。近来常有人将银行间债券市场与交易所市场并存的现象视为债券市场的分割，但这是一个伪命题。从规模上看，中国债券市场是以机构投资者为主体的场外模式银行间债券市场，机构投资者占到整个债券市场的95%左右，交易所市场仅仅是补充。这与国际市场是一致的，全世界都是场内、场外市场并存，美国几乎无交易所市场，德国、英国的情况也差不多。从分工上看，银行间市场是通过一对一询价交易进行的、面向合格机构投资者的场外市场；而交易所市场是通过集合竞价方式进行的、面对个人和中小投资者的场内市场，这是一个针对不同投资者的合理分工，低等级的公司信用债券不应该卖给个人投资者。从债券品种上看，大部分高等级的债券，如国债、国开债以及有地方政府支持的城投债等，可以自主选择在两个市场进行跨市场发行和交易。出于保护投资者的考虑，一些风险较高或较复杂的券种还不能自由跨市场交易，但不能因此认为这是市场分割。如果高风险债券也面向公众投资者，则不可避免地会出现类似“超日债”的问题。从投资主体来看，目前主

要的机构投资者均能在两个市场投资，2010年也试点允许公司治理较为完善的16家上市商业银行参加交易所的债券交易。出于防范系统性风险的考虑，其他存款类金融机构尚不能参与交易所的债券交易。从转托管情况来看，银行间市场与交易所市场的转托管机制已经建立，投资者可以实时将债券从银行间市场转出，也可将交易所转托管过来的债券在银行间债券市场进行实时交易，只是交易所市场目前还无法实现实时转出（入），转托管效率还有待进一步提高，但这主要是因为托管体制存在问题，技术层面没有障碍。

公司信用债产品分割、交叉重复，常被视为债券市场分割的一个典型例子，但这种看法也是失之偏颇的。公司信用债本来就不适合面向交易所的公众投资者发行。由于公司债品种繁多，结构复杂，风险识别难度较大，并不适合个人投资者，所以国际成熟债券市场通常只面向具有较强分析能力和风险承担能力的机构投资者，通过场外市场发行。在企业债发展初期，我国曾因投资者定位问题，引发了一系列不稳定事件，有过深刻教训。我国的企业债本质上是市政债性质的项目收益债，只不过没有相应的法律规范，才会出现城投债性质的企业债。因此，应在法律上对其进行规范，形成交易商协会注册的公司信用债与发改委注册的市政债性质的项目收益债两大产品体系。

二、如何完善国债收益率曲线

十八届三中全会通过的《决定》中特别提到了要“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”。国债收益率曲线反映的是无风险资产的利率水平和市场状况，为一国的金融体系提供了基础性的市场化定价参考，反映了一国的经济和金融运行状况。有些人认为只要在官方网站公布国债收益率曲线就完成任务了，其实不然。首先，合理的国债品种和期限结构，是健全国债收益率曲线的重要保障。当前，中国国债期限结构不合理主要体现在中期国债比例过高。根据中国债券信息网2014年12月的统计结果，1 ~ 10年期限的国债比例高达70.7%，是最主要的期限品种；1年以下的短期国债占比9.6%；10年以上的长期国

债仅有19.8%。其次，不同期限的国债流动性对于健全国债收益率曲线至关重要。2013年我国国债换手率（二级现货市场交易量除以债券余额）仅为0.71，不仅低于中期票据和企业债的换手率（分别为3.24和2.97），更远低于发达国家成熟市场国债的换手率（一般在15倍以上，如美国为36，加拿大为19，英国为17，日本为16）。

要完善国债收益率曲线，一是要改变国债发行管理制度，强化其金融功能。我国国债发行管理制度过度强调其财政功能，忽视了其金融功能，导致国债期限结构不合理和流动性差，影响了国债收益率曲线的完善。我国自1981年恢复发行国债以来，一直采取逐年审批年度发行额的方式来管理国债。每年的国债发行计划，由国务院在3月的全国人民代表大会上提请审议。一旦通过，国债发行计划就如同法律文本一样具有法律效力。从2006年起，尽管我国也借鉴国际经验实行国债余额管理，但实际只考虑了上一年国债的余额和本年赤字，未考虑财政支出状况和金融市场的变化，这导致国债发行不够灵活。财政部门更多的是考虑还本付息的压力，没有考虑国债发行的金融功能，偏爱发行中长期国债，这导致中国金融市场短期债券供给的长期短缺，中国国债收益率曲线很不完整。国债偏向长期，交易时具有较高的久期风险，二级市场长期债券价格不确定性较高，不利于提高换手率。

二是应消除税收政策对国债市场的扭曲。根据现在的税收制度，只有国债利息收入免税，而其他品种债券的投资者均需对利息缴税，这就导致中国的国债无法成为收益率曲线的基准。相反，国开债发行量大且不免税，反而成为中国金融市场收益率曲线的基准。虽然国债可以享受免税优惠，但多数机构的免税收入并不能计入交易户或者投资户的利润所得，这会明显抑制交易户的参与热情，从而影响国债的流动性。另外，国债免税也仅限于票息收入，而资本利得部分并不免税，因此也促使投资人更加倾向于持有到期，而不进行交易，这是我国国债换手率低的重要原因。国债税收优惠鼓励了商业银行持有到期，不利于活跃国债二级市场，也扭曲了整个金融市场。

三是从金融市场机制上改善国债交易流动性。国际清算银行曾对如何建设一个有深度和有流动性的政府债券市场提出若干原则和建议，除了合理安排发行期限与频率，尽量降低税制的负面效应，及时公布财政收支与发债计划及公开交易信息以提高透明度，基础设施要安全稳健运行外，还要稳步发展国债回购、期货、期权等相关市场。国际货币基金组织在对我国金融市场进行金融部门评估规划（Financial Sector Assessment Programme，FSAP）评估时，就建议要完善做市商、降低国债招标频率以及加强财政部和中央银行的政策协调等。这些政策建议均值得我们借鉴吸收。

三、阻碍我国债券市场发展的主要问题

我国债券市场进一步发展面临的最大问题是，在当前分业经营、分业监管的体制下，监管机构的监管行为扭曲，即“封建式”监管已成为影响债券市场进一步发展最主要的障碍。

“封建式”监管阻碍金融市场发展的表现之一：监管部门各自为政，自建债券市场或准债券市场。如前所述，我国已建立了面向机构投资者场外模式的银行间债券市场，这一市场是中国场外市场，不是中国人民银行场外市场，但监管部门一直在推动自建市场。证券监管部门大力推动沪深交易所发展场外交易模式的固定收益平台、综合协议平台，并试图将商业银行引入上述平台，希望完成对银行间债券市场的全面复制。2014年以来，证券监管部门又大力推进与交易所市场相对独立的有关私募市场体系建设，把券商柜台和地方交易场所纳入其中。通过上述举措，证券监管部门试图打造一个完全由其控制的多层次、多券种、面向所有投资者的债券市场体系，甚至在银行间同业拆借和回购市场之外建立了由其管理的具有一定潜在风险的标准券回购市场，最近又支持交易所推出资产支持证券和债券质押式协议回购等，建立了一个新的货币市场。银行监管部门开展了类似公司信用类债券的“理财直接融资工具”试点，通过人事由其管理的中央国债公司提供交易平台和托管结算服务，引导理财资金对接企业融资需求。

保险监管部门也建设了保险公司债权投资计划的托管和交易场所。行业监管部门都在建设自己管辖的场外债券（类债券）市场，看似自成体系，实际上是对场外债券市场的无序分割和重复建设，不利于市场整体协调健康发展。各监管部门简单复制银行间债券市场模式去新建多个市场，很容易在监管竞争的压力下放松监管，选择性降低监管标准，弱化或突破投资者适当性原则，带来监管竞争和监管套利，增加系统性风险的隐患，可能重蹈我国债券市场发展初期的覆辙。市场主体也会选择监管者和市场，进而出现“劣币驱逐良币”的情况。此外，债券市场是执行和传导宏观调控政策的重要平台，无序自建市场（尤其是全国性市场）将造成同类产品的价格信号紊乱、分流市场流动性，可能会干扰宏观调控的判断和实施。

“封建式”监管阻碍金融市场发展的表现之二：过度放松而致监管缺位与过度监管并存。当初“一行三会”分家有其必然性，那时监管部门缺乏经验，监管水平不高，为提升专业化程度，需要进行分业监管。但是，随着我国经济金融体制改革逐步深入、市场化改革逐步推进以及金融市场对外开放程度的加深，金融机构通过金融创新逐步从分业经营转向综合化经营，如果不对监管体制进行相应调整，市场就会出现扭曲。比如2013年市场上流传的“非标不死，债市不活”的说法就是一个例子。理财产品与基金的性质类似，而基金没有银行担保，理财产品有银行隐性担保，理财产品又对接银行的非标业务，所以风险小且收益率高，资金均流向理财产品和非标业务。如果理财产品可以通过税收或其他政策措施转化为互助基金，到债券市场进行投资，必然能够降低银行持债比例，进一步扩大我国债券市场的深度和广度。但现在理财产品投资非标业务，客观上在正规债券市场之外又形成了一个不透明的低等级债券市场，这实际上对债券市场的发展有很大的负面影响。2014年，相关部门出台了一系列政策制度来规范同业非标业务。从长远来说，随着金融创新的发展和金融机构的综合经营，需要下决心改革现有的分业经营、分业监管的体制。另外，还存在准入监管过严、事中事后监管不足的问题。比如，监管部门对本应

由金融机构自行决定的资产证券化和金融衍生产品进行严格控制，导致许多亟待发展的金融市场业务发展缓慢。

这种“封建式”监管还反映在监管部门的本位主义和画地为牢的落后监管理念：只有管人、管机构的市场才去监管，否则不监管。美国证监会本身不建市场，但对任何证券类犯罪都要予以查处。如果狭隘地将机构监管理解为“谁的孩子谁抱”，将不可避免地衍生市场分割、以审批代监管、重发展轻监管、监管部门行政不作为与乱作为并存等一系列问题，严重抑制市场的发展。国际货币基金组织在对我国金融业进行FSAP评估时就明确指出，我国金融业监管与发展存在冲突。发展的动力与创造力来自市场，监管应注重健康合规。长期以来，受计划经济思维影响，我国监管部门习惯将自己作为行业主管部门，充当被监管部门的“父母官”，兼有发展和监管本行业的职能，导致发展与监管不分。在分业监管体制下，每个监管部门都从部门自身监管的角度来考虑问题，以扩大监管地盘作为监管最主要的目标，这成为影响债券市场进一步发展最主要的障碍。

当前，我国的债券市场在经济金融体系中已具有举足轻重的地位，其管理体制安排是关乎全局的重要改革议题。总的来说，我国债券市场发展势头良好，但近期出现了一些阻碍债券市场发展的情况。各国金融市场体制的调整均是在危机发生后针对问题进行的，因此，客观评价并准确诊断我国债券市场存在的问题，是促进我国债券市场进一步发展的关键。阻碍债券市场发展的主要问题不是市场分割，而是监管部门的本位主义和“封建式”监管，切忌诊断错误。当前，应牢牢抓住制定“十三五”规划和修改《证券法》的时机，推动金融监管体制的改革，并在《证券法》修改过程中吸取国内外金融市场发展的经验教训，避免《证券法》成为部门法，成为中国债券市场发展新的障碍。

1. 本文发表于《金融研究》2015年第2期，原题为“中国债券市场发展中热点问题及其认识”。

债券市场的顶层设计和改革发展[注]

我国债券市场经历了曲折的发展历程，取得的成果来之不易。在早期自主发展阶段，由于对市场规律认识不到位，我国债券市场发展缓慢，还出现了一系列风险事件。比如采用行政摊派方式来发行国债，而把企业债作为救济分配给经营困难的企业，面向个人发行，后来大批国有企业在经济结构调整中陷入困境，大量企业债逾期未兑付，引发了多起群体性事件。1990年上海、深圳两个证券交易所成立之后，债券交易集中于交易所，但当时交易所债券市场实际承载了为股市融资的功能，大量银行资金通过交易所债券回购流入股票市场，助长了股市投机和泡沫。1997年，为维护宏观金融稳定，商业银行全部退出交易所市场，这是国务院为建立信贷资金与资本市场适度隔离的风险防范机制所做出的重大决策。此后我国在总结教训的基础上，参照国际经验，加强债券市场顶层设计，对原来债券市场的模式与理念推倒重来，遵循市场发展的客观规律，以面向合格机构投资者和场外市场模式建立了银行间债券市场，逐步走上了正确的发展轨道。

我国债券市场的成绩来之不易，其主要经验如下：一是中央银行对债券市场进行顶层设计，发挥了关键作用；二是注重吸取国际经验，遵循市场发展的客观规律，面向合格机构投资者，依托场外市场推动债券市场发展；三是坚持市场化改革方向，放松行政管制，强化市场化的约束机制；四是成立行业自律组织，持续推动金融创新，激发市场自身活力；五是统筹规划债券市场基本制度安排和基础设施建设。

目前中国债券市场规模已达60万亿元人民币，居世界第三、亚洲第二。债券品种与成熟市场基本一致，涵盖国债、地方债、企业债、金融债、公司信用类债券、熊猫债等多个品种。投资者类型趋于分散

和多元化，银行的数量占比和持债占比呈现出动态下降的显著趋势。市场化运行机制基本建立，发行管理方式日趋市场化，信息披露、信用评级制度逐步完善，市场化约束机制逐步发挥作用。监管协调逐步推进，形成了行政监管、部际协调、自律管理相结合的管理体制。债券市场基础设施不断完善，建立了中央托管体系、集中的交易及信息报告平台、独立的清算所和安全稳健的资金清算系统。债券市场的开放程度显著提高，符合条件的境外机构可在境内市场发行和交易债券。创新发展衍生品以满足市场参与者日益增长的风险管理需要。债券市场的功能不断完善，在支持宏观调控、促进改革开放、改善社会融资结构、降低企业融资成本等方面发挥了越来越重要的作用。

从“量”上来看，我国债券市场已经达到世界领先水平，但从“质”上来看，还有很多需要完善的方面，我们应在吸取历史教训、借鉴国际经验、服务实体经济的基础上，针对问题进行改革。债券市场总体发展势头良好，但仍存在一些体制机制扭曲的现象，如市场重复建设、发行标准不一致、基础设施统筹待加强等管理体制和整体安排方面的问题。同时，尽管中国债券市场在整体上与成熟市场保持一致，但在具体制度安排和技术层面上还存在诸多问题，可能阻碍市场效率的提升和功能的充分发挥。如违约处置机制、投资者保护机制、评级制度安排、国债收益率曲线、风险管理工具、会计审计税收配套机制等方面有待进一步完善。

当前，中国经济发展进入新常态，面临经济发展方式转变、经济结构调整升级、保持中高速增长、成功跨越中等收入陷阱、解决资源环境协调可持续发展问题等重大任务。要完成这些任务，根本的出路在于推动供给侧结构性改革，纠正对资源配置的扭曲，提高资源配置效率。实现资源高效配置的关键，在于打造一个非常具有活力、国际竞争力和能有效服务实体经济的金融市场体系。债券市场作为金融市场体系的重要组成部分，其核心作用在于形成市场化的利率定价机制，引导资源的优化配置。因此，进一步加强债券市场顶层设计，推动债券市场改革是适应中国经济发展新形势的内在要求和必然选择。

一、为什么要对债券市场进行顶层设计

从三个维度看，顶层设计是必需的。

（一）历史维度

中国债券市场早期是自然发展的，并没有进行顶层设计，但在发展过程中出现了很多问题。在发行方面，采用行政摊派方式发行国债，把企业债分配给经营困难的国有企业，还面向个人发行，后来大批国有企业在经济结构调整中陷入困境，大量企业债逾期未兑付，引发了多起群体性事件。在交易方面，交易所建立后，债券交易集中于交易所，但大量银行资金通过交易所债券回购流入股票市场，助长了股市投机和泡沫。因为出现了这些重大风险事件，所以国家才对债券市场进行顶层设计，于1997年建立了银行间债券市场，采用面向合格机构投资者和场外市场模式，推进市场化改革。发行管理逐步实行注册制，发行定价采用市场化的招标或簿记建档方式，同时提升会计报表质量，推动信息披露、信用评级制等市场化约束机制逐步发挥作用。建立全国统一的交易平台和托管结算平台，机构投资者结构优化，银行持债比例持续下降，交易品种日渐丰富，衍生品序列逐渐完善。

截至2016年年底，我国债券市场余额约为65万亿元，而类债券市场规模约为50万亿元（资管类产品，含银行理财、信托计划、证券基金公司发行的资管产品等余额约100万亿元，按照资管产品50%左右投向固定收益类产品粗略估算，类债券市场规模约为50万亿元）。据此测算，全年债券市场余额占GDP的比例约为90%，如加上类债券市场，则宽口径的债券市场余额占GDP的比例约为160%。美国、日本债券市场余额占GDP的比例约为200%。

应该说，债券市场取得现在的成绩受益于顶层设计。有人认为中国债券市场发展得并不好，存在市场分割、“九龙治水”等问题，但

如果从历史的维度来看，债券市场发展的成绩是有目共睹的，不能否认开拓者的丰功伟绩。

（二）国际比较的维度

与成熟的债券市场进行比较是我们参考的第二个维度。

中国债券市场在整体上与成熟市场保持一致，但在具体制度安排上还存在诸多差距或差异，可能阻碍市场效率的继续提升和功能的充分发挥。

一是公司信用债券发行管理规则不统一。国际市场上一般要求公募发行由政府予以注册或审核，私募则可豁免注册。而我国目前是由多个部门对公司信用债券进行注册或审核，一方面，未区分管理公募与私募发行的严格程度；另一方面，多个部门的具体规则不统一，也使发行主体无所适从，或者从中寻找监管套利机会。

二是市场层次尚不清晰。我国场外市场相对扁平化，场内市场更是不论机构大小均在一个层次上撮合交易。在市场发展初期，市场成员较少，机构类型单一，这一安排尚能有效促进市场各方达成交易，从而实现活跃市场的目的。随着债券市场的快速发展，接下来应当借鉴国际市场经验，建立适当的分层机制。

三是集中清算机制的功能尚未充分发挥。推广集中清算是2008年国际金融危机后的改革趋势之一。2009年上海清算所成立，专门承担场外市场集中清算业务。但由于种种原因，目前集中清算机制还不能涵盖整个债券市场的所有交易，影响了债券市场整体效率的提升。

四是尚未建立法定交易报告库制度，不利于信息集中与风险防范。目前，我国各类市场数据分散在交易、托管、清算等不同子市场的各个基础设施机构，使债券相关信息的报告与集中缺乏制度基础。

五是前、中、后台基础设施的协作仍需加强。交易、清算、结算的高效协作对于降低交易成本与信用风险、提高交易效率具有重要意义，也是国际债券市场快速发展的重要经验。2005年，中国外汇交易

中心与中央国债登记结算有限责任公司共同开发了交易系统与簿记系统数据接口，实现了交易前台与结算后台的直通式处理（STP）。除前述集中清算机制问题外，近期银行间市场先后推出了标准债券远期、标准利率衍生品等多个创新产品，跨托管机构债券借贷业务需求也增长很快，但由于交易、清算、结算之间尚未实现无缝连接的高效协作，很大程度上影响了相关业务的活跃开展。

六是在对外开放的新形势下，基础设施亟须调整。中国逐步建立了与我国国情和发展阶段相适应的、相对集中的基础设施服务体系。但是在对外开放中，境外投资者普遍适应多交易平台、多级托管体制等选择相对丰富的基础设施服务，国内基础设施体系如何增强弹性与包容度并与国际市场有效对接亦亟须研究。

（三）实体经济的维度

当前，中国经济发展进入提质、增效、转型的新常态，需要推动经济转型升级、推动结构调整、化解产能过剩，也需要打破隐性担保、刚性兑付，实现财务硬约束。这些都需要一个具有深度广度、安全稳健、与大国开放经济地位相适应、支持实体经济可持续发展的债券市场体系。

一是新常态下面临经济发展方式转变、经济结构调整升级、保持中高速增长、成功跨越中等收入陷阱、实现资源环境协调可持续发展等重大任务。要完成这些任务，根本的出路在于纠正计划经济对资源配置的扭曲，提高资源配置效率。实现资源高效配置的关键，在于打造一个非常具有活力、国际竞争力和能有效服务实体经济的金融市场体系。债券市场作为金融市场体系的重要组成部分，其核心作用在于形成市场化的利率定价机制，引导资源的优化配置。

二是经济转型和产业升级需要金融为实体经济发展提供更好的支持。可发展并购债券、垃圾债券来解决去产能、去杠杆问题，也可创新发展更多种类的衍生品来对冲风险。推动产业升级，需要为现代服务业、战略性新兴产业、低碳环保产业以及缺少抵押品的中小企业提

供更好的金融服务。此外，利用债券市场发展市政债是解决城镇化融资问题的一个重要途径。还可探索运用市场机制解决地方政府债务问题，积极推动地方政府融资平台资产证券化。

三是社会融资仍主要依靠间接融资，地方和企业债务杠杆率较高的现象突出。直接融资与间接融资的合理比例是维护金融稳定的重要条件，但中国是一个高储蓄率的国家，长期以来主要依赖银行融资，间接融资占比很高，这导致风险过度集中于银行体系。2009年以来，为应对国际金融危机，我国货币供应量大幅增长，金融机构贷款大量增加，间接融资与直接融资的比率一度高达4∶1。企业过度依赖银行间接融资，一方面造成企业债务水平和杠杆率攀升，持续累积资产泡沫，另一方面社会融资风险高度集中于银行体系。改善社会融资结构，需要大力发展股票市场、债券市场来提高直接融资比例，促进融资结构优化，分散银行体系风险，增强金融稳定性。

四是随着市场化改革持续推进，风险因素更趋复杂。市场经济中市场参与主体面临各种风险，期限错配、币种错配现象不可避免，利率风险、汇率风险和信用风险等逐渐显现，这就需要为实体经济提供更多的产品和工具来管理风险，需要金融市场机制、组织、产品和服务模式创新，形成长效创新机制。

五是利率和汇率的市场化接近完成，货币政策更多依靠价格工具。利率市场化改革取得关键进展，商业银行等金融机构存款利率的上限全面放开。货币、债券市场、理财产品以及境内外币存贷款利率已全面市场化。汇率形成机制进一步完善。在此背景下，信贷限额管理等传统行政化、数量型的直接调控效果弱化，需要向市场化、价格型的间接调控转变。银行间市场（主要包括货币、债券和外汇市场）在担当调控平台方面具备独特优势。

六是对外开放持续推进，中国经济金融深度融入全球化。中国已经成为世界第二大经济体，经济实力和国际影响力显著提高，人民币已成为第三大贸易融资货币、第五大支付货币，并进入国际货币基金

组织特别提款权（SDR）货币篮子，未来将有更多人民币资产配置的需求。作为金融市场的重要组成部分，债券市场兼有“价格锚”和“蓄水池”作用。推进债券市场对外开放是我国构建市场化、开放型金融市场体系的必然要求。

七是金融机构面临资本约束。为填补潜在的投融资需求与资金供给之间的缺口，保证金融支持实体经济的力度，必须不断夯实金融机构的资本充足基础。在近年来银行存贷款利差总体呈缩小趋势、依靠自身盈利补充资本的能力削弱、增资扩股渠道受到股市低迷影响的情况下，需要债券市场继续为银行补充资本提供渠道，助推商业银行提升实力，更好地支持实体经济的发展。

二、要对哪些方面进行顶层设计

债券市场是金融市场的重要组成部分。金融市场的关键在“市场”二字，因此金融市场最需要市场化，我们必须遵循市场规律，最大限度减少政府干预，才能真正发挥金融市场风险定价的作用，引导资源优化配置。当前存在的很多问题都是因为政府管制过度。一是“封建式”监管。主管部门的本位主义、地盘意识，导致债券市场三分天下，“一个市场、多套规则”。二是基础设施治理结构有待优化，股权结构较为单一，“委托-代理”问题较为突出，服务市场的激励不足，管理关系不顺等。三是我国国债二级市场长期流动性不足（与对国债实施的免税政策有一定关系），导致不少市场投资者更多的是把发行量大且不免税的国开债当作无风险收益率的替代性基准。四是地方债发行也存在一些扭曲。地方政府干预发行定价的情况仍然存在。五是部分企业恶意逃废债务，地方政府起了纵容和保护的作用。此外，监管部门对金融机构衍生品交易资质的管控过严，相关配套制度不明确，导致衍生品市场参与者数量有限，类型较为单一，客盘不足。

既然顶层设计是必要的，那么在进行顶层设计之前必须要找准问题，才能有的放矢。在总结问题的时候，除了自上而下的顶层设计，还应重视市场本身的力量。为此，我们进行了专项调研，我们认为，与成熟市场经济国家相比，我国还有相当大的差距，存在显著的结构性问题，主要体现在：一是债券市场仍存在分割；二是影子银行挤压债券市场，呈现“劣币驱逐良币”现象；三是债券市场自身的结构有待改善；四是有效的国债收益率曲线尚未形成；五是衍生品发展不够。

三、如何将顶层设计落地

总的方向还是要推进市场化。以“服务实体，尊重规律，鼓励创新，规范发展，开放共赢”为原则，在体制层面推动金融监管体制改革，加强监管协调，打破“封建式”监管。坚持市场化发展方向，继续以合格机构投资者和场外市场为主发展债券市场，在技术层面完善债券发行管理体制，统一规范债券市场的投资者准入、发行程序、市场行为、信息披露和做市等。建立富有流动性的国债收益率曲线。统一债券市场的税收，完善做市商、会计和评级制度，建立分层的债券市场，统一债券做市商和国债承销商资格。完善违约处置机制、投资者保护机制等相关制度。优化债券交易机制、强化基础设施建设、加强监管协调和自律管理、健全配套法制环境。通过全面推动债券市场的改革、开放和发展，建立一个统一的、多层次的、安全高效的、开放透明的债券市场，促进价格发现和风险管理，优化金融资源配置，方便实体经济便捷高效地进行投融资，有力支持宏观调控政策的实施传导。

---

1. 本文系笔者在CF40内部课题“中国债券市场发展与顶层设计”评审会上的主题发言。

以对外开放促进金融市场改革发展[注]

改革和开放相辅相成、相互促进，改革必然要求开放，开放也必然要求改革。开放包括两个层次的内容：一是将外资机构引进来或国内机构走出去；二是根据金融市场的发展规律来发展国内金融市场，尊重并适应国际市场规则和惯例，最终实现与国际市场的融合，这是更高层次的开放。中国的金融市场是1978年改革开放后建立并发展起来的，遵循市场化的发展理念和国际金融市场的发展规律是中国金融市场发展的关键，没有第二个层次的开放，第一个层次的开放也走不远；当然，推动第一个层次的开放，也会推动第二个层次的开放。

我国近40年的改革开放实践证明，如果根据金融市场的发展规律和国际规则发展国内金融市场，金融市场发展就比较快，反之就会出现问题，甚至需要推倒重来。在这一过程中，中国金融市场从无到有，取得了显著的成绩。实践证明，我们只有结合中国的实际需要，才能真正实现与国际接轨。随着开放领域的不断扩大、程度的不断加深，我们对开放的重要性的认识在不断深化，开放本身也成为改革不可或缺的重要内容。

在当前发展阶段，金融市场改革开放的重要性尤为突出。我国经济总量已跃居世界第二，进入中等收入国家行列，但人均GDP的排名仍比较靠后。我国经济正在经历一场转方式、调结构的深刻变革。从粗放到集约、从投资和外需拉动到消费和创新驱动，转变经济发展方式，实现经济结构更优、质量更高、效益更好的目标，是迈向发达阶段必须跨过的一道坎。在新老方式转变、新旧动力转换的关键阶段，我们需要积极推进供给侧结构性改革，消除各种价格扭曲，更加充分地发挥市场配置资源的作用。在此过程中，我们需要完善金融市场体系，充分发挥金融市场服务实体经济、优化资源配置的作用。同时，

只有开放的金融市场才是有广度和深度的金融市场，形成的价格信号才真正具有代表性和影响力，才能够吸引更多的资金和投资者来支持实体经济的发展。当前中国经济已与世界经济几乎完全接轨，在这一发展阶段，我们需要稳步开放金融市场，逐步融入国际金融秩序。

未来，我国致力于向成熟经济体迈进，需要进一步解决我国金融市场发展中存在的结构性问题，建设形成与大国开放经济地位相适应、种类齐全、结构合理、服务高效、安全稳健、更具包容性和竞争性、支持实体经济可持续发展的现代金融市场体系。在此背景下，应坚持以开放促改革、促发展，尊重和遵循国际市场规则和惯例，注重顶层设计与统筹安排，加强宏观审慎管理，并以此为基础进一步扩大开放，形成对内改革和对外开放的良性格局。

一、遵循市场化的发展理念和国际金融市场发展规律是中国金融市场发展的关键

1978年改革开放以后，为配合社会主义市场经济的建设，金融市场作为社会主义市场经济体系的一个重要组成部分，从无到有，逐步建立、发展和壮大，所取得的成绩有目共睹。目前，中国已经基本形成了涵盖货币市场、债券市场、股票市场、保险市场、黄金市场、外汇市场及相关衍生品市场，相对完善的多层次金融市场体系。截至2017年3月底，我国债券市场托管量达到65.9万亿元，位居全球第三、亚洲第二，公司信用类债券余额位居全球第二、亚洲第一，其中，银行间债券市场产品序列完整、交易工具丰富，已成为我国债券市场乃至整个金融市场的主体。截至2016年年底，沪深两市上市公司总数为3052家。其中，A股股票总数为3034只，总市值为55.68万亿元。据世界交易所联合会（WFE）统计，2015年我国股票市场总市值仅次于美国，位居世界第二。

（一）中国的金融市场发展路径与发达国家不同

中国金融市场的发展历程就是以开放促改革、促发展的成功实践，这种开放更多的是遵循金融市场的发展规律。中国金融市场在发展之初也走过一些弯路，由于没有遵循金融市场的发展规律，出现了一些问题，甚至被推倒重来。为了更好地分析中国金融市场发展的现状以及展望未来，有必要了解金融市场发展的历史，吸取其经验和教训。

他山之石，可以攻玉。发达国家金融市场在几百年的发展过程中也出现过各种各样的问题，经历了不少危机，也在不断完善。以美国为例，1930年“大萧条”后出台了《格拉斯-斯蒂格尔法案》（*Glass-Steagall Act*），将投资银行业务和商业银行业务进行严格分离；20世纪80年代，为应对储贷危机出台了《金融机构改革、复兴和实施法案》（*FIRREA*）；20世纪90年代，安然事件之后出台了《萨班斯-奥克斯利法案》（*Sarbanes-Oxley Act* ），强化了公司治理和审计制度，又对会计报表进行了完善；21世纪初，随着金融业综合经营的发展，出台了《金融服务现代化法》（*Gramm-Leach-Bliley Act*），美国金融业进入了混业经营时代；2008年金融危机之后，出台了旨在限制系统性风险的《多德-弗兰克法案》。由此可见，美国的金融市场立法一般是金融市场出现问题后，监管部门分析其原因，再从法律、制度方面进行规范。

中国的金融市场发展与发达国家路径不同，特点迥异。一是时间短，从1978年经济改革到现在，中国金融市场只有近40年的历史。二是政府主导，而非循序渐进。我们并没有按照各金融市场演进的顺序发展金融市场，而是根据经济金融发展的需要在推动各金融市场的发展。三是金融市场立足于政府服务经济的需要。改革开放初期，百废待兴，政府财力不足，即使发国库券，也只能强行摊派。20世纪90年代初，为了推进国有企业改革，我们设立了上海证券交易所与深圳证券交易所。四是中国的金融市场发展不同于经济改革。经济改革是从体制外开始，由市场来推动，然后再总结经验，复制推广。但金融市场的发展走了很多弯路，甚至被推倒重来。

此外，我国金融市场是在基础信用不完善的情况下建立起来的。经济学家希克斯说过，西方国家的商业繁荣取决于三个方面，即货币、法律和信用。在我国改革开放初期，信用是集体信用而非个体信用，即谁的“公章”大，谁的信用就高。但金融市场的发展必须建立在个体信用基础之上，否则金融体系便会存在很大的问题。不过也应该看到，在计划经济向市场经济转轨并且个人信用体系尚未完全建立起来的过程中，集体信用的确发挥了十分重要的作用。当然，随着近年来会计、征信、信用评级等体系的不断发展，个人信用体系逐渐完善，也为金融市场的发展创造了很好的条件。事实上，今天我国金融市场出现的很多问题均是与个人信用体系不完善、相关配套制度（如会计、审计、评级等）不健全有关。

（二）金融市场发展的关键在于尊重客观规律

回顾金融市场发展中的几个案例，可以清楚地看到，根据金融市场发展规律和国际通用的规则来发展国内金融市场，金融市场发展就比较快，反之就会出现问题，甚至需要推倒重来。债券市场建立之初，发行债券是为了推进国有企业改革，这使我们走了很多弯路。由此导致了20世纪80年代和90年代债券市场一些重大的风险事件。20世纪80年代，国债都是强制分配，全国统一的国债市场还没有形成。当时，各个地方的国债市场价格不一样，交易价格也不一样。武汉交易所和天津回购交易都出现过重大的风险事件。企业债方面，最早发行债券的是一些经营不善、出现资金困难的企业，而且要银行进行担保。这种方式不是信用发行行为和市场化的定价方式，而是属于行政化的定价行为，与西方发达国家债券市场存在明显差别。企业债券最早是通过银行的柜台发行的，一旦企业违约，投资者就会去找银行来代为偿付，这很不合理。

最为典型的是327国债期货事件。在1996年亚洲金融危机之前，中国国债期货市场曾经发生过重大的违规事件。当时最大的债券公司万国证券，由于在期货方面的一些风险投资，公司倒闭。327国债期货事

件反映出金融市场产品的推出没有充分考虑当时的市场条件是否合适，没有循序渐进，只是根据监管当局的主观意愿来推出，具有较大的随意性和盲目性。该事件的主要原因，一是当时中国的利率远未市场化；二是财政部保值贴补率不透明；三是交易所对国债期货风险了解不足。总体来说，就是当时国债期货的市场基础很不牢固。

这些风险事件促使中国政府决心发展一个更加统一、更加健康和透明度更高的市场。1997年，国务院批准建立了银行间债券市场。在建设的过程中，我们注重借鉴国际成熟市场的经验，更加重视市场发展的客观规律。区别于此前国内债券市场以自然人为主、采用集中撮合交易的特点，银行间债券市场以机构投资者为主，采用适合机构投资者的场外询价交易方式，重视会计报表、信息披露、信用评级等市场化的约束机制等。在之后的20年里，银行间债券市场得到了迅速的发展，目前成为全球第三大债券市场。

（三）债券市场在深化改革中得到发展

从总体上来讲，我国债券市场的发展是由社会需求推动的，是一个解决各方面矛盾的过程，不是人们臆想出来的，也不是一些管理部门或者某些思想家来推动的。我们不是通过行政干预来解决矛盾，而是通过更加深入的改革推动债券市场的发展。过去将近20年的实践表明，越是困难的时候，通常越是改革的好时机。只有在困难的时候，大家才更容易达成对于改革的共识。真正地解决各种问题的路径还在于深化改革，而不是要倒退回去，这是从中国债券市场的实践中得出来的一个重要的经验。

第一，新的债券市场要发展到一个更高的水平，必须坚持市场化的方向，而不是加强行政审批，进行各种各样的限制。这是一个很重要的经验。减少行政审批，并不等于减少对这个市场的约束。企业债的发行，实际上不但没有减少对企业的约束，反而加强了。过去的贷款，是银行对企业一对一，现在是一对多，一个企业可能对应几十家甚至上百家的投资者。如果企业不保持良好的信用，在过去还可以贷

款不还，现在则不行。如果一笔债券还不上，企业就很难在市场上再发行新的债券。如果发行人发布虚假信息，投资者立刻就会抛售债券，发行人就很难再融到资。在减少行政审批的同时，要从各方面加强对市场的约束，这两个目标是可以同时达到的。债券市场发展的一个重要经验，是减少政府的隐性担保。过去是谁批的债券，将来就由谁承担其风险。后来，各个部门都对公司信用类债券实行了管制，所谓管制其实就是不批准。不批准当然就没有风险了，但是，这也导致了别的困难，比如企业无法通过金融市场融资。2005年，中国人民银行为了改变直接融资比例过低的格局，通过成立以机构投资者为主的交易商协会，以市场化的方式促进公司信用类债券的发展。总体的发展方向是，在减少行政审批的同时，加强市场化的约束。这种市场化的约束包括信息披露、会计审核和各种托管清算的安排等。

第二，过去10多年来，中国债券市场有个很重要的突破，就是重点发展机构投资者。普通人不是机构投资者，但可以通过基金、银行的理财项目和其他机构投资者来开展债券投资。相对来说，这些机构投资者可以在市场上进行比较有效的风险管理，又能获得比较高的收益。具有专业知识的机构投资者，能够更好地甄别各种金融产品和债券产品的风险，而个人投资者很难做到。最简单的方式是使个人投资者也可以到柜台购买国债，但这很难获得较高的收益。通过发展机构投资者，把广大老百姓的储蓄间接引导到产品种类丰富的银行间债券市场，既使债券市场获得了较快发展，又打破了投资者缺乏债券知识的瓶颈，防止了欺诈性销售。由于债券投资者主要是机构而非个人，因此债券交易和股票交易的特点是不太一样的。这也是国际上比较典型的交易模式。配合机构投资者的交易特点，在托管、交易、清算、结算方面的技术细节也相应有所不同。

第三，市场的发展服从和服务于实体经济多样化的投融资需求。尽管我国债券市场上已经有很多债券产品，但还是远远不能满足实体经济的需求。为满足和适应市场的真实需求，各种类型的公司信用类债券，包括银行的补充资本债券、各种信贷资产化债券都陆续被推了

出来。这些核心产品不是为了创新而创新，而是为了实体经济的需要，为了不断提高金融对实体经济的服务水平。这也是中国债券市场发展与西方一些债券市场发展很重要的区别。

此外，在银行间债券市场上，政府部门已尽可能地退到二线，更多的是推动中介机构和自立组织发挥作用。比如在2007年，中国银行界和债券市场成立了一个新的组织形式：中国银行间市场交易商协会。目前交易商协会已经有3000多家会员。一些重要的金融产品，不是中国人民银行提出的，也不是某一个监管部门提出的，而是由市场成员提出的。市场成员提出以后，由律师、会计师共同商议，要平衡各种利益和矛盾，要对风险进行约束，最后产生一个产品规则和产品的设计理念，再去市场管理部门进行备案。管理部门主要检查这个金融产品产生的程序和既有的一些条例，审查它与风险控制条例是不是吻合，查看这个产品在讨论中是个人的意志，还是所有市场成员所能接受的共识。市场主体在创新中发挥了越来越重要的作用，这使我们的创新动力源源不断。这中间没有行政审批，因为市场主体成员是利益相关方，其中有的是发行人，有的是投资人。发行人希望更加便利地进行融资，投资人希望得到安全保护，这使最终方案是在平衡各方利益的基础上形成的。市场化的产品设计，远比政府个别管理人员拍脑袋想出来的更加成熟。这也是中国债券市场成功的一个重要经验。未来，我们还应坚持这样一个发展方向，来推动各种债券产品的创新。

从总体来看，过去30多年中，我们基本上是遵循着全球主要的债券市场发展规律来建设我们的债券市场，这才有了很大的发展。同时，尽管金融市场的发展取得了较大的成绩，但与成熟的市场经济国家相比，我国金融市场的结构性问题仍然较为突出，主要体现在：一是融资结构不够优化，直接融资发展不足；二是影子银行挤压债券市场，呈现“劣币驱逐良币”现象；三是债券市场自身的结构有待改善，发展质量有待提高；四是股权融资不足，投资者以散户为主；五是金融衍生品市场发展不足，与基础产品市场的发展不匹配。未来要

进一步促进金融市场的发展，就必须继续坚持以开放促改革、促发展，继续遵循市场化的发展理念和国际金融市场的发展规律。

二、主要金融子市场对外开放进展及评估

我国金融市场本身发展历史不长，对外开放的历史更短。其中，债券市场和外汇市场的开放都起步较晚（分别为2005年和2004年），股市虽然对外开放最早（20世纪90年代初），但开放的程度较为有限，当时股市一级市场仍未开放。即使债券市场开放程度较高，但相对于其他发达国家而言，还有很长的路要走。本部分总结了债券、股票和外汇市场的开放进展，分析了各个市场及金融基础设施在开放中存在的问题。

（一）债券市场

中国债券市场的对外开放始于2005年。这一年，国际金融公司和亚洲开发银行等国际开发性机构获准在银行间债券市场发行人民币债券，泛亚基金和亚债基金也获准在银行间债券市场进行投资。

2008年国际金融危机爆发后，美元等主要货币大幅波动。为防范汇率风险，国内外企业使用人民币进行跨境贸易结算的需求迅速上升，人民币跨境使用业务逐步发展起来。2010年，为满足跨境人民币结算业务快速发展而带来的境外人民币回流投资的需求，中国人民银行允许境外中央银行或货币当局、我国港澳地区人民币业务清算行、跨境贸易人民币结算境外参加银行（即三类机构）投资银行间债券市场。上述三类机构在向中国人民银行提出申请并得到批准后，可在核定的额度内在银行间市场从事债券交易。随着跨境人民币业务的发展，境外机构的范围逐步扩展至主权财富基金、国际金融机构、其他地区的人民币清算行以及中国香港、中国台湾和新加坡的保险机构。

2013年以来，随着人民币跨境和国际使用的领域和范围逐步扩大，人民币国际地位显著上升，债券市场对外开放的步伐显著加快，管理方式也更加市场化。

在发行方面，国际开发机构、境外非金融企业、金融机构以及外国政府等各类发行人均在银行间债券市场发行了人民币债券。2013年，戴姆勒股份公司发行了人民币债务融资工具50亿元，标志着境外非金融机构进行人民币债券融资的渠道已畅通。2015年，香港（上海）汇丰银行有限公司和中国银行（香港）有限公司，作为国际性商业银行首次获准在银行间债券市场发行人民币债券，成为继国际开发机构和境外非金融企业后的又一大发行主体。2015年，加拿大BC省（不列颠哥伦比亚省）和韩国完成人民币债券注册，规模为90亿元。2016年，世界银行发行特别提款权计价的债券5亿元，对扩大SDR使用、促进人民币国际化和我国金融市场对外开放具有战略意义。截至2017年4月底，各类境外发债主体已累计发行人民币债券781亿元。境内机构赴境外发行债券也进展顺利。投资方面，境外机构投资境内债券市场的主体范围和投资品种不断扩大，管理方式也更加市场化。

在投资方面，2013年QFII（合格境外机构投资者）、RQFII（人民币合格境外机构投资者）获准在银行间债券市场开展现券交易。2015年，我国对于境外央行类机构进入银行间市场投资推出了更为便利的政策，将其入市流程简化为备案制，取消其投资额度限制，并将其投资范围拓展至债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期，以及利率互换、远期利率协议等其他经中国人民银行许可的交易。2016年，中国人民银行发布3号公告，允许境外依法注册成立的各类金融机构及其发行的投资产品，以及养老基金等中长期机构投资者，通过备案的方式投资银行间债券市场，并可自主决定其投资规模。至此，银行间债券市场二级市场已经完全对合格境外投资者开放。从投资者类型看来，境内外机构实行统一的准入标准，只要是持牌金融机构，以及其发行的产品等符合条件的机构投资者，均可通过备案的形式进入银行间债券市场，无须经过行政部门审批。同时，对于境外机构投资，既不对单家机构设置投资额度，也不设置投资总额度，完全由境外机构自主决定投资规模，中国人民银行实施宏观审慎管理。同时，对境外机构投资银行间债券市场的人民币资金来源也没有限制，既可以是参

加人民币跨境业务获得的人民币，也可以是通过离岸或在岸外汇市场获得的人民币。只不过境外机构如需通过在岸外汇市场获得人民币，应按照外汇管理的相关规定办理资金汇入、汇出以及购汇、结汇等手续。截至目前，已有约480家境外投资者入市，总投资余额超过8000亿元人民币。

随着中国债券市场的不断开放，全球主要债券指数纷纷考虑将中国债券市场纳入其中。2017年3月，彭博发布两项以人民币计价的中国债券与其全球指数相结合的全新固定收益指数：一是“全球综合+中国指数”（Global Aggregate + China Index），由彭博的全球综合指数与中国综合指数中的国债和政策性银行债券组成；二是“新兴市场本地货币政府债券+中国指数”（EM Local Currency Government + China Index），由彭博的新兴市场本地货币政府债券指数和中国综合指数中的国债组成。此前，彭博曾在2004年引入了包含中国在岸债券的中国综合指数（China Aggregate Index），此次是第一次将在岸人民币债券纳入全球指数系列。随后花旗也宣布，中国在岸债券已经符合纳入花旗相关的新兴市场及地区政府债券指数的条件，包括新兴市场政府债券指数（Emerging Markets Government Bond Index，EMGBI）、亚洲政府债券指数（Asian Government Bond Index，AGBI）和亚太政府债券指数（Asia Pacifi Government Bond Index，APGBI）。如果中国债券在未来三个月连续满足纳入标准，将于2018年2月被纳入上述三个指数。同时，鉴于中国市场庞大的体量，花旗将新推出EMGBI-Capped和AGBI-Capped指数，其中，中国债券的权重分别为最高10%和最高20%。据高盛预计，如果中国债券被纳入三个全球主要债券指数（即花旗、摩根大通和巴克莱的相关指数），中国国债的外资持仓比例将由当前的4%增至15%左右，大约2500亿美元的资金有望流入。

2017年5月，中国人民银行与香港金管局联合公布了开展香港与内地债券市场互联互通合作的计划，即“债券通”。“债券通”是我国银行间债券市场进一步对外开放的新举措，但仍遵从既有的资本项目

管理、中长期机构投资者资质要求、投资交易信息全面收集等规范管理安排。“债券通”以国际债券市场通行的模式为境外机构增加了一条可通过连接境内外基础设施便捷入市的新渠道，以提高入市效率。从其他国家债券市场对外开放的经验来看，境外投资者既可以采取逐家到境内开户的模式入市，也可以通过连通基础设施的模式投资于该国债券市场。其中，前一种模式对境外投资者要求较高，需要对该国债券市场相关法规制度和市场环境有全面深入的了解；在后一种模式下，境外投资者可以依靠基础设施互联和多级托管来便捷地“一点接入”全球债券市场，这是国际主流做法。“债券通”属于后一种模式，其通过连接两地债券市场基础设施，可以使国际投资者在不改变业务习惯、同时有效遵从内地市场法规制度的前提下，便捷地参与内地债券市场。“债券通”将在我国金融市场对外开放的整体规划与部署下分阶段实施。为了满足现阶段国际投资者投资内地债券市场的需求，当前应先实施“北向通”，未来会适时扩展至“南向通”。

从国际比较来看，债券市场的开放仍然任重道远。截至2016年年底，美国国债海外持有者占比约为38.1%，日本国债的海外持有者占比约为10.5%。但目前，我国债券市场海外持有者不到2%，境外机构投资境内债券的品种结构也较为单一，主要集中在国债和政策性金融债。中国债券市场尚未被纳入国际主要债券指数相关系列中最核心的指数。

（二）股票市场

中国股票市场对外开放始于20世纪90年代初，当时在资本账户尚未开放的背景下，为开拓境内公司的境外融资渠道，同时便利外国投资者投资境内股票市场，1991年，经国务院股票市场办公会议同意，上海、深圳先行试验发行B股。1992年，B股市场正式成立。B股又称为“人民币特种股票”，以人民币标明面值，以外币认购和买卖的方式，在上海和深圳证券交易所上市交易。在B股市场上市发行的公司注

册地都在境内。2001年2月以前，B股市场仅限外国投资者买卖，此后对国内投资者开放。

为进一步拓宽境外融资渠道，提升中国企业在境外的知名度，1992年7月，经国务院批准，成立了“内地香港证券事务联合工作小组”，专门就国企赴香港上市问题开展磋商谈判。在完成谈判和相应的制度安排后，1993年7月，作为中国内地第一家海外上市的国有企业，青岛啤酒成功发行H股股票，并在香港联交所挂牌上市。自此，中国内地企业拉开了赴境外上市的大幕。2012年12月，证监会颁布了《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》，进一步加强了对境内公司赴境外发行股票和上市申请的监管。

引入QFII、QDII、RQFII、RQDII机制。随着资本项目的逐步开放，我国又引入了QFII制度和QDII制度。作为一种过渡性制度安排，QFII和QDII制度是在资本项目尚未完全开放的国家和地区，实现有序、稳妥开放证券市场的特殊通道。2002年12月证监会、中国人民银行联合颁布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，2003年7月QFII第一单指令正式发出。为进一步开放资本账户，使人民币汇率更加平衡，让国内投资者有机会参与全球市场，2006年7月，QDII正式开闸，外汇局批准了交通银行5亿美元额度。近年来，监管机构在资格准入和外汇管理方面逐步放宽，批准的额度不断提高。截至2017年3月底，已批准QFII 280家，投资额度903亿美元，已批准QDII 132家，投资额度900亿美元。

近年来，在人民币国际化加速推进、资本项目开放程度日益扩大的背景下，股票市场对外开放的深度和广度快速提升。2011年12月，证监会、中国人民银行、外汇局联合发布《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》，允许符合条件的基金公司、证券公司香港子公司作为试点机构开展RQFII业务，业务初期试点额度约200亿元人民币。截至2016年年底，全球RQFII试点地

区增加至18个，总额度达到1.5万亿元人民币。截至2017年3月底，已批准RQFII 182家，投资额度5414亿元人民币。2014年11月，中国人民银行发布了《关于人民币合格境内机构投资者境外证券投资有关事项的通知》，允许人民币合格投资者用自有或募集的境内人民币资金，投资于境外金融市场的人民币计价产品。与QDII额度的审批制不同，RQDII以实际募集规模为准。

打通资金双向流通渠道。为进一步促进中国内地与中国香港资本市场的双向开放和健康发展，同时在与国际市场的深度融合中，不断提升对外开放的层次和水平，2014年4月，国务院正式批复开展沪港股票交易互联互通机制试点（以下简称“沪港通”）。经过半年筹备，2014年11月，中国证监会与中国香港证监会发布公告，正式启动沪港通。为深化内地与中国香港的金融合作，进一步发挥深港区位优势，推动内地与香港更紧密的合作，2016年8月，国务院正式批准了《深港通实施方案》。2016年12月，中国证监会与中国香港证监会发布公告，正式启动深港通。自此，境内符合条件的个人或机构投资者可以直接买卖香港市场上市的股票，境外投资者则可以直接买卖在上海及深圳上市的股票。目前，沪港通和深港通总体运行平稳有序，各环节运作正常，跨境资金流入流出规模大致相当，实现了有条件的、有管控的跨境证券交易。

随着内地与香港在金融产品及服务方面的合作不断深化，为促进两地基金市场的共同发展，2015年5月，中国证监会与中国香港证监会发布联合公告，就内地与香港两地基金互认安排正式签署《监管合作备忘录》，中国证监会同时发布了配套规则《香港互认基金管理暂行规定》。2015年12月，首批7支内地香港互认基金在两地证监会注册。2017年1月，推出内地与香港基金互认服务平台。作为资本市场开放的新举措，基金互认与沪港通、深港通等形成互补，是吸引长期资金的重要方式，资本市场的开放程度更加深广。截至2017年2月底，中国香港基金境内发行销售资金累计净汇出73亿元，内地基金在中国香港发行销售资金累计净汇入9745万元。

总体来看，随着资本项目可兑换程度的扩大，股票市场对外开放程度不断加深，层次更趋丰富，机制也更多样化。从一级市场来看，B股的设立，以及国内企业赴香港发行H股，为境内企业募集境外资金提供了通道，同时便利了境外投资者投资国内公司股权。从二级市场来看，建立了促进资金流入的QFII和RQFII机制，促进资金流出的QDII和RQDII机制，促进资金双向流动的沪港通、深港通、基金互认等机制，可以在一定程度上满足不同类型投资者的需求。

然而从国际比较来看，我国股票市场的开放程度远低于国际水平。2014年年底，在伦敦上市的公司总市值为1.7万亿英镑，其中54.0%由海外投资者控制，较1998年的30.7%大幅增加。全球规模最大的美国股市，境外投资者持股份额达到16%。韩国股市海外投资者的持股份额也常年维持在30%以上。而目前我国A股市场上，虽然国外资金投资A股的渠道陆续被打通，但QFII、RQFII、沪港通、深港通合计持股占比不到5%。

（三）外汇市场

银行间外汇市场的对外开放始于2004年，中国银行（香港）和中国银行澳门分行相继进入银行间外汇市场。2009年，随着跨境贸易人民币结算业务的推出，银行间外汇市场对境外人民币清算行开放。2015年，中国人民银行允许境外央行（货币当局）和其他官方储备管理机构、国际金融组织参与我国银行间外汇市场，允许主权财富基金以代理、直连等多种途径参与我国银行间外汇市场，开展包括即期、远期、掉期和期权在内的各品种外汇交易，并且无额度限制。2016年1月，允许人民币购售业务规模较大、有国际影响力和地域代表性的境外参加行在银行间外汇市场参与即期、远期、掉期、货币掉期及期权交易。2017年2月，为便利参与银行间债券市场的境外投资者管理外汇风险，允许具备代客人民币对外汇衍生品业务资格的银行间市场结算代理人，基于实需交易原则对境外投资者办理外汇衍生品业务，业务限于对冲以境外汇入资金投资银行间债券市场产生的外汇风险敞口。

至此，银行间外汇市场已向不同类型机构实现不同程度的开放，交易产品种类全面覆盖，市场国际化水平明显提升。境外投资者的入市既丰富了银行间外汇市场交易主体类型，也成为增进市场流动性和市场融合的重要力量。截至2017年5月底，参与境内银行间外汇市场的境外机构共计66家，包括18家境外清算行、19家境外参加行、29家境外央行类机构。

在引入不同类型投资者的同时，通过发展直接交易和区域交易，不断提升银行间外汇市场的开放程度。2010年，为配合人民币跨境贸易结算业务的开展，银行间外汇市场推出了人民币对马来西亚林吉特、俄罗斯卢布的直接交易，即不通过美元套算，人民币和外币直接报价交易。2014年，开展人民币对哈萨克斯坦坚戈银行间市场区域交易，建立了不经套算的双边直接汇率形成机制，降低了交易成本，提高了市场透明度。2016年，为配合人民币国际化以及“一带一路”倡议的实施，银行间外汇市场密集推出了人民币对阿联酋迪拉姆、南非兰特、沙特里亚尔等11个货币的直接交易。目前，银行间人民币外汇市场的货币对总数达到25个。交易货币既包括英镑、日元等主要国际储备货币，也包括俄罗斯卢布等新兴市场货币，还包括阿联酋迪拉姆等“一带一路”沿线国家货币。2016年，这些货币交易近500亿元人民币，同比翻番。

银行间外汇市场也稳步推进“走出去”战略，与国际主流机构开展合作，构建利益共同体，有序布局全球金融市场。2015年，中国外汇交易中心落实中美经济与战略对话和中德两国领导人会谈成果，分别与美国芝加哥商品交易所集团、德国德交所集团签署合作协议，明确了实现中美、中欧金融市场基础设施及汇率等产品的互联互通，发展以人民币计价的离岸汇率现货及衍生产品等合作目标。

同时，银行间外汇市场积极推进业务国际化战略，建设全球服务网络，完善国际金融服务的基础设施，建设更高层次的开放型市场。自2016年1月起，银行间市场外汇交易时间延长至北京时间23：30，覆

盖欧洲交易时段和部分美洲交易时段，便利了境外投资者。各类市场服务支持时间也相应延长，提升了银行间外汇市场对全球的服务能力。2015年以来，中国外汇交易中心发布国际货币基金组织“数据公布特殊标准”（SDDS）的人民币汇率数据，同时还发布了实时人民币参考汇率，为包括国际货币基金组织在内的国际金融组织提供定价参考。尤其是2015年12月以来，中国外汇交易中心（CFETS）编制和发布的人民币汇率指数，具有广泛的国内外市场影响力。

我国外汇市场开放程度与发达国家相比还存在很大差距。以全球最大的外汇市场伦敦为例，伦敦市场约有70%的交易量来自境外机构，交易量排名前十的机构中有七家是非英国的机构，且参与者类型众多，包括跨国企业、投资银行、共同基金、对冲基金、外汇基金和保险公司等。目前，我国参与银行间外汇市场的境外投资者数量占比只有10%左右，交易量占比不足1%，且参与者类型单一，商业机构只有银行。

（四）对金融市场开放情况的评估

1. 总体评估

虽然与国际发达市场相比，我国金融市场开放程度还处于较低水平，但开放的速度举世瞩目。

在在岸市场方面，我国股票市场、债券市场、外汇市场都实行了对外开放，但不同子市场的开放程度有差异，其中，债券市场开放程度较高，股票市场次之，外汇市场最低。一级市场：尽管非居民机构在境内股票市场尚无法发行股票，但不同类型的非居民机构，包括国际开发机构、境外非金融企业、金融机构以及外国政府等，均可以在银行间市场发债融资。二级市场：股票市场在2002年就先于债券市场引入QFII，且逐步扩大至RQFII、沪港通、深港通等。银行间债券市场已完全对合格境外投资者开放，境外机构入市与境内机构入市实行统一的准入标准，没有额度限制，仅由中国人民银行实施宏观审慎管

理。参与银行间债券市场的境外投资者也可以基于实需原则参与外汇衍生品交易。

在离岸市场方面，离岸市场的规模和地域不断拓展，产品和参与者类型也日益丰富。自2010年以来，境外离岸人民币市场平稳较快发展，形成以中国香港为主、多点并行的格局，信贷、外汇交易、债券、基金、远期等人民币产品种类丰富、交投活跃。据不完全统计，截至2016年6月底，境外主要离岸市场人民币存款余额合计约1.3万亿元。在纽约、伦敦、法兰克福、首尔、巴黎、卢森堡、多哈、多伦多、悉尼等14个城市建立了人民币清算行，涵盖亚洲、非洲、美洲、欧洲和大洋洲。但是，在岸、离岸人民币产品价格以及人民币汇率均还存在一定价差，这表明资本流动仍存在一定管制，金融市场开放深度有限。

在资本项目可兑换方面，我国不可兑换的资本项目数量逐步减少，一级市场投资的自由度稳步提高。根据国际货币基金组织《汇兑安排与汇兑限制年报》对资本项目交易的分类标准，在7大类共40项资本项目交易中，已实现可兑换、基本可兑换、部分可兑换的项目共计37项，占全部交易项目的92.5%。不可兑换项目主要集中在尚未向非居民机构开放的境内金融市场一级发行交易；限制较多的部分可兑换项目集中在有限度对外开放的金融市场二级买卖交易。

2. 各主要金融子市场在对外开放中存在的问题

总的来看，我国不同的金融子市场开放度差距较大，市场封闭性特征尚未实现根本转变。境外投资者准入和资本流入流出限制仍然很多。此外，我国的市场制度、规则和监管等与国际接轨程度较低，直接影响了境外投资者对国内各市场的参与程度。

（1）债券市场

债券市场虽然是我国金融市场体系中开放程度最高的市场，但开放的广度和深度还远远不够。特别是金融市场的规则制度与国际市场

存在较大的差异，境外发行人和投资者参与市场的便利性还不够。这些现象背后隐藏的一些深层次问题，影响了境内外发行人和投资人的积极性。

一是境外机构境内发债在会计、审计政策适用方面仍有诸多不便，增加了发行人在境内发行债券的成本。根据现行规定，境外机构在境内发行债券所披露的财务报告，应按照中国会计准则或者财政部认可等效的准则编制，在审计方面也应由具有中国证券期货资格的会计师事务所审计，除非所在国或地区与财政部签署了注册会计师审计公共监管等效协议。由于同时符合上述会计、审计要求的国家或地区仅有中国香港，因此其他国家或地区的发行主体在境内发债需要重新编制符合要求的财务报告，这制约了市场的发展。

二是我国评级业公信力不足，无法满足国际投资者的需求。由于时间短、起步晚，缺乏违约率检验，我国评级行业存在信用评级等级虚高、等级区分度不足以及评级机构“以价定级、以级定价”的问题，我国债券评级结果中高评级企业占比明显偏高，AA-级以上等级的企业占比高达97.13%，远高于美国、日本等发达国家，同时低等级企业比例很低，呈现“一头大，一头小”的分布特征。由于获得高评级的企业过多，同一级别的企业具有不同的风险水平差异，评级区分度低。而在债券开放过程中，国际投资人在全球范围配置资产，基于全球标准建立的风控体系与国内评级机构使用的中国评级体系存在“错位”，加之国际投资人对国内评级机构评级质量还存在疑虑，对投资债券市场形成一定阻碍。对债券发行人而言，由于境外发行人多是国际市场上成熟的发行主体，要求其聘请并不熟悉的国内评级机构重新评级，会增加发行成本。

三是我国债券市场实行市场参与者准入备案，一级托管、集中交易的模式，与国际市场合格投资者制度、多级托管、分散交易的市场结构有很大不同，导致在投资方面面临不少技术障碍。自2005年以来，为稳妥起见，市场开放也坚持让境外投资者适应国内既有的准

入、交易、托管、结算规则，逐一到境内备案、开户、交易债券。由于法律体系、交易结算习惯存在差异，境外投资者遇到不少技术障碍，我国债券市场开放进展缓慢。在准入备案方面，境外投资者需要通过结算代理人在中国人民银行上海总部提交备案通知书后方可开户。在交易方面，境外市场经过自然演进，形成了做市商之间、做市商与客户之间的分层交易结构，普通投资者一般通过经纪商进行交易。而国内市场结构扁平化，做市商发展不足，投资者之间一对一询价交易占比较高。在结算方面，与分层结构相适应，国际市场采用多级托管模式，即投资者在托管银行开立名义持有账户，托管银行在中央存管机构开立总托管账户的模式。在这种模式下，托管银行可以为投资者提供交易后处理的一系列服务，如资产保管、清算结算、会计对账等。在境内则是采用一级托管模式，投资者直接在中央存管机构开户，结算代理人仅提供代理交易和代理结算服务，无法为投资者提供交易后处理的全部服务，中央存管机构直接面向所有投资者，也无法根据投资者的需求提供更为细致的服务。在结算周期方面，境外市场由于是分层交易、多级托管，结算周期普遍是T+3左右；而境内市场的扁平化模式使结算效率较高，一般是T+0，这也导致境外投资者不适应。

四是与债券投资相关的外汇和衍生产品种类不丰富，制约了市场开放的进程。境外机构投资人民币债券缺乏汇率、利率风险的对冲工具，同时我国衍生品市场发展仍处于初级阶段，不仅市场规模较小，而且参与主体比较单一，境外机构要想开展债券投资仍存在不少技术障碍。如境外机构投资固定收益产品时，常常将固定收益、商品、货币产品作为一个整体来制定交易策略（国外通常叫作FICC），但是国内市场对不同的产品有不同的开放程度安排，如债券市场的开放先于衍生品市场和外汇市场的开放，导致境外投资者无法有效利用衍生品和外汇市场的工具制定投资策略。

五是金融市场基础设施与国际衔接还有较大提升空间。由于境外机构参与境内市场涉及的技术层面的操作要求较复杂，尚未实行统

一、透明、普适性的规则制度，一些情况采取“一事一议”的方式，不利于为境外投资主体建立稳定的预期。此外，我国金融市场基础设施还不能完全满足境外机构的需求。国际电子交易平台经过多年的市场竞争，功能强大，境外投资者往往使用其统一终端查看行情、下单交易，而国内终端在语言、便利性等方面与其存在较大差距。国际主要债券市场均采用多级托管制度安排，通过多个层级的托管人形成立体覆盖网络，使终端投资者能够“一点接入”全球市场，并享受融资融券、信息、研报等全方位服务。在开放金融市场的过程中，需要进一步做好与国际基础设施的衔接。

（2）股票市场

现行证券投资的开放模式以“管道式”开放为主，并未形成全面开放的模式和体系，所以，虽然A股自2014年开始就被列入摩根士丹利资本国际公司（MSCI）新兴市场审核名单，但直到2017年6月，摩根士丹利资本国际公司才宣布将于2018年6月1日将A股正式纳入其新兴市场指数，A股占比为0.7%，远低于中国经济、贸易和股市市值的世界地位（占比分别为14%、14%和15%）。

在投资方面，尽管股票市场早在2002年就引入QFII，且逐步扩大至RQFII、沪港通、深港通等，但迄今为止，境外投资人投资股票市场仍存在较多限制，如QFII每月资本赎回有额度限制、交易所对涉及A股的金融产品的预先审批存在限制、QFII额度分配问题、资本流动存在限制等。此外，QFII和RQFII还存在准入条件不统一、准入门槛较高、申请机构范围较窄等限制。通过QFII和RQFII等渠道进入市场的境外长期资金，在额度、流动性管理等方面受限，影响了长期投资者的积极性，不能充分发挥其在改善投资者结构、倡导长期投资价值理念、提高上市公司治理能力方面的积极作用。而境外个人投资者除可通过沪港通、深港通投资沪深两市的标的股票外，其他直投通道尚未打通。

在融资方面，双向跨境融资发展不平衡，境外企业尚不能在A股市场进行股权融资，而通过H股市场走出去的融资渠道虽然相对畅通，但

境外再融资的审批机制还不能与“闪电配售”等快捷渠道实现无缝衔接，同时B股市场融资功能目前基本丧失。

（3）外汇市场

实需原则一定程度上限制了外汇市场对外开放的深化。目前，境内外汇市场是以实需原则为基础的有管理的市场，而国际市场上无实需原则要求。数据分析显示，国际外汇市场参与者类型众多，交易量中只有不到10%由真实贸易驱动。实需原则的要求，使银行间外汇市场引入境外投资者时较为谨慎，虽然境外央行、境外清算行等机构已可入市交易，但投资银行、商业银行、保险机构、养老基金、对冲基金、大型企业等还未能入市。这一问题同样体现在境内投资者以商业银行为主，非银行金融机构和非金融企业占比相对较小。参与者类型单一、数量较少等问题导致外汇交易方向趋同，自营交易较少，市场需求同质性较强，降低了外汇衍生品资产配置需求，与国际市场交易规模相比还存在较大差距。

虽然近年来为配合“一带一路”倡议的实施，我国密集推出了几十个货币对，但会员积极性不高，交易量过低，流动性不足，非美币种对人民币交易只占了不到5%的市场份额，且成交活跃的小币种集中在与中国经贸往来密切的周边地区或发达经济体货币，其他小币种成交量小，坚戈等区域货币甚至基本无成交。

（4）金融基础设施

我国金融市场的基础设施安排方面与国际市场有较大的不同。国际市场通常采用多级托管制度以及较为先进的做市商制度，但我国基础设施相关制度安排具有中国特色，是针对中国仍处于市场化转轨阶段、市场参与主体公司治理尚不完善的基本国情，同时利用后发优势建立的相对集中的基础设施。基于金融机构等参与者公司治理结构不完善，曾出现挪用客户债券的风险事件，为此，银行间债券市场建立了与现实需求相适应的统一的债券托管结算平台，实行实名制中央一级托管，建设了一对一询价的电子交易系统，以加强信息集中监测、

杜绝挪用债券等违规行为，为参与者提供透明、规范的交易平台。可以说，中国较为集中的基础设施是与中国经济金融发展的环境相适应的，在2008年爆发的国际金融危机中也显示了较强的优越性，甚至危机后相关监管改革也趋向基础设施的集中化。

不过，在对外开放的过程中，中国特色的基础设施安排由于开户、托管、交易、结算等方面的技术细节与境外市场的惯例不太相符，影响了境外机构实质性开展对境内市场的投资。我国债券市场自2005年以来，仅有480家境外投资者参与，持债总额8000亿元，占比1.2%，不仅远低于欧美发达国家30% ~ 40%的比例，也低于俄罗斯、马来西亚等新兴国家10%的比例。

三、尊重国际市场规则和惯例，推进金融市场更高层次的开放

当前及未来一段时期，进一步通过开放促进金融市场发展是我国提高国际竞争力的必然要求。只有开放的金融市场才是有广度和深度的金融市场，形成的价格信号才真正具有代表性和影响力，才能够吸引更多资金和投资者以支持实体经济的发展。当前，中国作为世界第二大经济体的地位进一步巩固，经济发展进入新常态，利率、汇率市场化改革接近完成，资本项目对外开放基本实现，人民币的国际地位进一步提高，并进入国际货币基金组织特别提款权货币篮子。但也要认识到，中国还不具备全面改写全球金融市场体系规则的实力，需要顺应大势，主动作为，以包容合作的心态，调整完全“以我为主”的开放思路，积极适应国际规则，逐步融入国际金融秩序，形成对内改革和对外开放的良性格局。

（一）在对外开放的过程中逐步解决中国金融市场的结构性问题，激发市场潜力

改革开放以来，与社会主义市场经济相适应的金融市场和机构体系基本建立，为我国经济持续健康发展做出了重要贡献，但在促进资本形成、优化资源配置、推动经济转型和结构调整中发挥的作用还不

够。与成熟的市场经济国家相比，中国还有相当大的差距，存在着显著的结构性问题，主要体现在5个方面：一是直接融资比例过低；二是影子银行挤压债券市场，出现“劣币驱逐良币”现象；三是债券市场自身的结构有待改善；四是股权融资不足，投资者以散户为主；五是衍生品发展得不够。未来，应继续尊重并适应国际市场规则和惯例，在开放和完善金融监管框架的基础上，深化国内金融市场的改革，实现直接融资与间接融资、股权融资与债务融资、基础产品与衍生品协调发展，建设形成与大国开放经济地位相适应、种类齐全、结构合理、服务高效、安全稳健、更具包容性和竞争性、支持实体经济可持续发展的现代金融市场体系。

（二）整体协调推进金融市场开放，健全宏观审慎管理框架

坚持循序渐进原则，制定好金融市场开放的路线图和时间表。一是要有整体规划，并能根据具体情况及时调整开放的顺序。结合国内外经济金融发展状况，以及我国整体外债偿还能力和国际收支状况，充分考虑国内实体经济对金融服务的诉求和金融业双向开放的影响，以跨境监管能力建设为保障，制定金融市场双向开放的路线图和时间表，稳步推进金融市场双向开放。二是促进国内金融发展与对外开放政策顺序的协调性和一致性。“成熟一项，推出一项”。目前阶段，应在尊重国际市场规则和惯例的基础上，推进债券市场更高层次的开放，同时协调开放外汇市场和衍生品市场。在开放过程中，应当更加注重在相关规则上与国际接轨，避免过分强调中国特色。

要健全宏观审慎管理框架，防范跨境资本流动风险。健全针对外债和跨境资本流动的宏观审慎政策框架，提高可兑换条件下的风险管理水平。综合考虑资产负债币种、期限等匹配情况，合理调控外债规模，优化外债结构，做好外债监测，防范外债风险。这就需要通过市场化手段抑制短期投机性资本冲击，加强对境外投资者投资行为和跨境资金大额异常流动的日常监测和风险预警，督促参与机构认真履行一线监测和信息报送义务，防范违规交易和异常跨境资本流动风险。

（三）有序开放信用评级市场

第一，允许国际评级机构进入境内债券市场开展信用评级业务，并结合国际评级机构情况明确市场管理的具体要求。一是尽快建立健全信用评级机构统一管理规则，实现评级机构的统一注册和监管。不论评级机构是境内机构还是境外机构，只要公开发布的评级结果是“用于监管目的”，均应纳入评级行业的监管范畴。同时，要建立以投资者为主导的市场化评价机制，引入评级机构的强制退出机制。二是针对评级机构进入市场执业的不同方式，有针对性地进行管理。对于在境内设立商业机构开展评级业务的国际评级机构，应注重坚持内外资同等待遇的原则。对国际评级机构跨境提供评级业务服务的，要借鉴国际经验，注重与所在国评级行业监管部门的监管协调，既要防止过度监管和监管冲突导致评级机构无所适从，限制其业务开展，又要避免监管空白给评级机构留下套利空间。在评级市场开放初期，可考虑仅对国际评级机构在华评级业务进行监管，包括问询、调阅工作底稿等，长期来看，应加强与国际评级业监管机构的合作，通过签署合作协议的方式实现协同监管。

第二，发挥国际评级机构优势，逐步开放国内债券评级业务。一是降低信用评级依赖，不再将信用评级作为债券发行的必要条件。此前，我国对评级行业保护过度，要求债券发行必须要有评级，实际是行政性地确定了评级机构的垄断地位及市场信誉，而我国债券违约率极低，评级质量无法得到有效检验，导致评级机构过于注重市场份额，而忽视了自身信用的积累。对债券发行放开评级要求后，评级机构将更加注重自身声誉以取得投资者的认可，国际评级机构促进国内评级质量改善的作用也会发挥得更为充分。二是注重全球评级体系和本土评级体系的协调，分步骤开放评级业务。目前，国际评级机构使用的是全球评级体系，在这一体系下，中国企业评级不能超过主权评级即A+或AA-，而我国国内评级机构对国内企业的评级最高是AAA，同一发行主体在两个评级体系下评级相差较大。在评级市场开放初期，要注意两个体系的协调，避免造成定价混乱。初期可采取逐步放开的

方式，可引导国际评级机构重点对发行熊猫债的国际机构进行评级，或是对已经在国际市场融资的国内机构进行评级，最终再全部放开。

（四）实行分层分类管理，给予境外发行人在审计和会计方面更大的灵活性

第一，允许境外机构发行人自主选择会计准则来编制财务报告。中国债券市场特别是银行间债券市场均是以合格机构投资者为主，具备对境外机构财务报告的风险识别和判断能力。对面向合格机构投资者发行债券的境外机构，可允许其使用中国企业会计准则或与财政部认可等效的会计准则编制所披露的财务报告，同时须提供该会计准则与中国会计准则的重要差异。在编制重要差异说明时，对外国政府类机构（包括主权政府、地方政府等）、国际开发机构等资质较好和国际影响力较大的境外机构，只披露其使用的会计准则与中国会计准则的重要差异即可；对金融机构、非金融企业等境外商业机构，应根据其使用的会计准则与中国会计准则的重要差异对其财务报告有关数据进行调节，披露有关差异调节表。此外，对面向合格机构投资者定向发行债券的境外机构，由于投资者数量较少，且多是与发行人熟悉的机构，可考虑允许境外机构与定向合格机构投资者自主协商确定财务报告所使用的会计准则。

第二，允许符合一定条件的境外会计师事务所为境外机构在境内面向合格机构投资者发债提供审计服务。从国际实践看，我国机构在美国等主要资本市场面向其境内合格投资者发行债券时，多使用中国会计师事务所出具的审计意见，境外有关监管部门未因发债问题要求与中国签署审计监管合作协议。目前，我国资本市场开放的有关法律制度仍在完善过程中，与境外会计师事务所所在国家或地区签署审计监管合作协议有利于提高监管效力，为债券违约跨境追偿提供保障，但已与我国签署审计监管合作协议的国家或地区目前只有中国香港，这增加了境外机构发债成本，限制了境外机构发债的积极性。因此，建议加快推动与更多国家或地区签署审计监管合作协议的相关工作，

同时，允许未与财政部签署审计监管合作协议的国家或地区的会计师事务所在向财政部备案后即可开展有关审计服务，对于中国香港地区的会计师事务所，可豁免备案要求，具体标准按照有关审计监管合作协议执行。

第三，尽快就境外机构在债券市场发行人民币债券发布统一的管理办法，明确境外监管部门、国际开发机构以及境外商业机构在银行间市场发债的有关要求，包括相关的会计、审计政策，增加透明度和规范性。

（五）尽快明确境外投资者进入我国债券市场所涉税收问题

第一，财税部门应尽快明确境外机构债券投资所涉的税收细节问题，吸引更多的境外机构投资中国债券市场。例如，对是否征收、如何征收企业所得税和增值税的问题，可以借鉴国际通行做法，制定一个规则明确、操作性强的统一文件，并细化对银行间债券市场登记托管机构的代扣代缴要求。

第二，明确国际条约或税收协定中有关税收优惠的规定，推动税收优惠政策落地。如明确税收优惠的适用对象、申请方式和流程。

第三，对境外投资者在我国银行间债券市场发行熊猫债的利息所得和价差所得，推动实现免征企业所得税和增值税，以避免双重征税，提高熊猫债税收政策透明度。

第四，财税部门应加强税收政策宣传，为境外机构投资银行间市场创造更加公平透明的政策环境。

（六）金融基础设施建设要兼顾中国国情与国际惯例

未来，进一步推进开放的务实做法是对境内投资人采用符合中国国情的一级托管制度，对境外投资人采用符合国际市场惯例的多级托管制度，以适应不同投资人的习惯和特点。

2017年7月启动的“债券通”，是在现有开放程度的基础上，通过“多级托管、名义持有、集中交易、穿透式监管”的制度安排，进一步推动债券市场安全稳健开放、便捷连通国际投资者的合理有效路径。从宏观上看，以多级托管方式实施“债券通”实际上是通过国际投资者能够理解和接受的国际通行安排，促使其更加便捷高效地配置到人民币债券资产，这意味着更加顺畅的资本流入和债务输出分散，有利于促进我国国际收支平衡、支持经济金融平稳去杠杆、降低融资成本，从而最大限度强化金融安全的基础。从微观上看，在“债券通”中引入中资银行，实行多级托管，为中资金融机构提供了参与国际托管业务竞争的历史性机遇，有利于提高全球竞争力和维护国家金融安全。

---

1. 本文系笔者《2017·径山报告》分报告之六。

第二节 微观主体有活力

公司治理难题[注]

公司治理是现代企业制度的核心内容。党的十四届三中全会指出，“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度是国有企业改革的方向。十五届四中全会则首次明确提出了“公司治理”这一概念。经过20多年的努力，中国的公司治理改革取得了显著成效。但近年来，我国公司治理实践有所倒退，尤其是与2003—2006年国有大型商业银行改革这一时期相比，国有企业和金融机构公司治理结构重形式轻实质、“形似而神离”问题突出，出资人缺位导致侵犯出资人权益问题普遍存在，中央汇金公司控股公司治理模式的潜力未能得到充分发挥，形式上已搭建的“三会一层”内部制衡机制形同虚设，信息披露严规制、宽执行，距离现代企业制度的目标还存在较大差距，亟须改革完善。

一、我国公司治理存在重大缺陷

目前，国际上权威的公司治理的规范性文件是2015年11月G20安塔利亚峰会核准的《G20/OECD公司治理原则》（以下简称《原则》）。作为G20成员国，中国已承诺接受《原则》，这意味着我国的公司治理将与国际高标准接轨。对照《原则》，结合我国当前的公司治理实践可以看出，虽然国内企业在公司治理的“硬件”方面，即架构和程序方面已基本成形，但在理念、人员、执行等“软件”方面还存在重大缺陷。

（一）国有股东出资人缺位导致对出资人利益的侵犯

公司治理的首要目标是解决企业所有权和经营权分离之后产生的“委托-代理”问题，通过提供适当的激励约束，使公司董事会和管理层按公司和股东利益行事。这也是《原则》提出第二条核心原则“股

东权利、平等对待股东及核心所有权功能”的原因。而在我国，普遍存在两种极端情形。一是国有股“一股独大”与出资人实际缺位并存，内部人控制与外部行政干预并存。中国的许多企业，尤其是国有企业，公司治理的最大问题是所有者缺位、股东权利虚置，容易形成内部人控制。在链条复杂的授权体系下，虽然国家或政府（财政）作为大股东客观存在，但难以起到监督和制衡作用，国有股股东权利事实上缺乏有效保护。而政府部门在确定国企董事长人选时，考虑的多是忠诚度，并不是从代表国有股东利益等公司治理角度出发。二是中小股东权利被忽视。中小股东缺乏话语权，丧失参与公司治理的积极性，“同股同权”无法得到贯彻落实，使股东大会、董事会的作用下降，经营管理和决策也并非完全的市场行为。

（二）缺乏有效的制衡机制

《原则》所提出的“机构投资者、证券交易所和其他中介机构在公司治理中的作用”、“利益相关方在公司治理中的作用”、“强化董事会责任”三个原则，核心要义在于形成有效制衡的公司治理机制。公司治理框架首先应确保“三会一层”的相互制衡作用。鉴于在瞬息万变的市场中管理企业事务的复杂性，股东不应被期望承担管理企业具体事务的责任。在公司治理中，应该把董事会放在更重要的位置，负责制定企业的战略和重大行为计划，以及选择、激励及必要时更换管理团队，同时，强化对董事会、董事长的有效监督。日常运营则由管理层负责。而缺乏有效的制衡机制，恰恰是我国企业公司治理的明显短板。

一是“三会一层”的边界不清晰、权责不明确，内部制衡形同虚设。从表面上看，多数企业已经有完整的“三会一层”，但实际上董事长“一长独大”现象突出，董事长、行长（总经理）、监事长成为事实上的一、二、三把手。人事权、财务权、风险决策权等核心经营资源全部控制在董事长一人手中，经营层被“架空”，由此带来个人意志至上、规则意识缺乏、制度建设不力、基础管理薄弱等一系列问

题。而监事会形同虚设，甚至对公司治理、经营决策中存在的明显问题不闻不问，担当、履职意识严重不足。

二是董事会的核心作用弱化。在董事长大权独揽、缺乏有效制衡的情况下，董事会普遍存在董事履职效率不高、参会率不足、参与决策的积极性不高等现象。

三是审计、提名、薪酬与考核等专业委员会的职能虚置。董事会下设的战略、审计、提名、薪酬与考核等专业委员会原本是公司治理的重要架构。设置合理、运行有效的专业委员会既能弥补董事会专业性不足、难以履行日常监督职能等的内在缺陷，又能防止权力滥用、更好发挥独立董事作用、实现更好的内部制衡。比如，审计委员会负责监督内部审计和外部审计、审核公司的财务信息及披露、审查公司的内控制度，从而保证审计结果的独立客观，提高公司信息的透明度，有效服务董事会决策。董事和经理的人选由提名委员会研究选择标准、遴选、审查后，推荐给董事会选举任命，这能有效防止内部人控制，保证董事会的独立性。薪酬与考核委员会负责审查董事与经理的薪酬政策并考核其绩效，能形成有效的激励机制，制衡和约束董事和高管的道德风险。而这些科学规范、行之有效的制衡机制在我国公司治理实践中都付诸阙如。一些企业董事会各专业委员会连年度工作计划都未制订，战略与发展委员会、资本规划委员会、关联交易控制委员会、薪酬与考核委员会均未按照要求定期召开会议。正因为如此，“密薪制”等明显违背公司治理原则的做法才能堂而皇之地经董事会通过并付诸实施。

四是利益相关方的外部制衡机制缺位、失位、越位并存。以独立审计为代表的第三方制衡、以破产清算为代表的资本约束以及内部职工的监督约束等机制在我国企业中普遍缺位。部分企业视员工为斗争工具，任意削减员工薪酬，显然不符合保护利益相关者权益的基本要求。

（三）信息披露不充分

《原则》的历次版本均强调“信息披露与透明度”的重要性。有效公司治理框架应确保公司所有重大信息的及时准确披露，披露的范围不仅包括公司财务和经营业绩，还应包括非财务信息、关联交易等。而在我国公司治理实践中，部分企业涉及经营的重大事项，如薪酬、风险管理状况、公司治理、年度重大事项等信息，都没有及时、充分、有效披露，外部约束力量过于薄弱。部分企业高管通过各种平台持有企业的股份，但没有对资金的详细来源进行披露，从而隐瞒了很多理应披露的重要信息。部分企业还通过所谓的“密薪制”，豁免对高管人员具体薪酬信息的披露。

二、我国公司治理弊端的体制根源

政府行政干预和“封建式”监管是我国有效公司治理和现代企业制度无法建立的根本原因。我国部分政府部门和监管机构对公司治理框架的认识，很大程度上还停留在部门管辖、行业管理的较低层次，政策着力点更多放在了如何管企业、如何用政府的力量推动企业做大做强上。国资部门、金融监管部门等都从各自利益出发，制定各自的原则，这实际上还是在搞部门所有制和“封建式”监管，缺乏顶层设计和系统考量，走的依然是行业主管部门全面管企业的老路，由此产生政资政企不分、发展和监管职能不分、企业经营行为和资源配置违背市场化原则等弊端也就不足为奇了。政府部门和监管机构越位干预公司治理，最明显的表现是通过行政手段向企业直接派出高管。近年来，监管部门在市场准入和风险处置过程中，频繁派人出任金融机构高管，不但影响了监管独立性，而且对金融机构公司治理不到位现象置若罔闻。

我国公司治理的诸多弊端及体制性缺陷，在国有企业、金融机构等普遍存在，只是很多矛盾和问题被2003年以来的经济高速增长所掩盖。随着经济发展步入新常态，以公司治理改革滞后为代表的体制性、结构性、长期性矛盾和问题正在“水落石出”、持续暴露。正是由于公司治理框架的不完善，诱使部分金融机构的经营行为极度短期

化，“水多了加面，面多了加水”，盲目追求规模扩张和短期收益，高杠杆和过度风险承担行为盛行，忽视了质量、风险以及长期机制建设。在普遍缺乏公司治理制衡机制的情况下，很多大型国有企业主业不突出、核心竞争力不强，反而通过成立大量的子公司、孙公司，大搞跨业经营和资本运作，从而导致企业杠杆率大幅攀升、“僵尸企业”僵而不死、过剩产能退而不出、海外投资盲目扩张，进而导致结构性矛盾进一步固化，资源错配程度加深，部分领域的潜在风险加速集聚。从这个意义上来讲，完善公司治理是加快推进结构转型、保持国民经济持续健康发展的突破口。

针对我国公司治理的弊端及体制性缺陷，以中央汇金公司为代表的控股公司模式是改革完善公司治理、实现“管企业”向“管资本”转变的重要探索，在国有商业银行改革初期发挥了积极作用。但是，其制度安排也存在一定的缺陷，制约了控股公司模式充分发挥其积极作用。中央汇金公司不具有对国有商业银行高管人员的任免权，实际上只部分承担了国有出资人的权利，对银行高级管理层的约束是非刚性的，不能从根本上解决国有资本所有人缺位的问题。此外，2007年中央汇金公司股权置换后，中央汇金公司名义上持有股权，实际上承担债务，国有商业银行的国有股权不再是事实上的真金白银，进一步弱化了中央汇金公司的国有出资人的作用。

三、几点建议

未来一个时期，深化公司治理改革，是坚持以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度的重点领域，是完善现代企业制度、深化国有资本管理、维护市场秩序、促进经济转型、提高经营效率的关键环节，同时也是防范系统性风险酝酿、积累、爆发的制度保障。

（一）坚持顶层设计，打破部门分割，加快制定出台统一的中国模式的《公司治理原则》

《G20/OECD公司治理原则》是我国领导人于2015年G20安塔利亚峰会上推动批准的重要成果。我国应践行“率先垂范”承诺，吸取国际经验，同时结合我国具体国情和公司治理实践，打破现有各部门自定标准的分割格局，加快制定出台统一的《公司治理原则》，创造出中国特色的公司治理模式。

（二）通过“双层安排”加强党的领导并强化股东权益保护

有人认为，加强党的领导与完善公司治理是矛盾的，这是一种误解。在实践中，可通过“双层安排”实现两者的协调统一。第一层，把国有资本出资人身份与董事会职权结合起来。党可代表多数股权支配董事会决议，既实现党管国企所有权，切实保护国有资本出资人利益、提升出资人控制力，又把党管干部、国家战略目标和利益、收益权及分配、奖惩、纪律、对外协调等整合在一起，类似过去讲的“人、财、物”综合管理，避免事无巨细、“一竿子到底”。与此同时，切实落实“同股同权”原则，处理好坚持公有制为主体与支持非公有制成分、鼓励民营资本、鼓励外商投资的关系，提高企业重大经营决策过程中的透明度，保护中小股东参与公司决策和利益分配的权利。第二层，成立公司经营层面和面向基层干部、员工的党委。发挥党组织的政治核心作用，包括提高理想信念教育、组织保障、纪律检查、人员资格审查以及职工利益保障等方面的控制力。“双层安排”既符合现代企业公司治理结构，又能使董事会和经营层面的党组织的作用有所区别。

（三）完善内外部制衡机制

一方面，加强内部制衡。厘清“三会一层”的边界和责任，强化激励约束，避免一、二、三把手的科层结构。发挥股东大会对公司重大事务的最终裁决作用以及对董事会、高级管理层的监督作用。明确董事会在制定战略规划和监督执行、提升核心竞争力方面的主要责任，强化董事会运作及董事履职的内容。严格董事遴选，增强独立董事的专业性和独立性，建立健全独立董事“发声”制度和违规处罚制

度。建立和完善专业委员会工作制度和机制，切实发挥董事会下设委员会的专业咨询职能。强化监事会职责，监督董事会确立稳健经营的理念和发展战略，监督高管薪酬方案的科学性和合理性，定期向监管部门汇报，对董事履职情况进行综合评价并要求在风险管理和内部控制等方面加强履职。建立良好的企业文化和价值准则，强化激励约束机制建设，改变考核指标过于追求规模和短期利益的情况，体现管理层和员工的长期利益，加强激励政策对风险的覆盖，加强对责任主体的问责。

另一方面，充分发挥利益相关方的制衡作用。厘清政府部门、监管机构与企业之间的管理边界，防止行政部门滥用权力干预微观主体的经营管理。应在公司治理框架中明确利益相关方的合法权利，提高员工在公司治理中的参与度。建立并完善有效的破产清偿框架和执行机制，进一步强化股本吸收损失原则和破产执行力度，增强债权人作为外部监督者的作用，防止逃废金融债务。监管部门应回归监管本位，在不干预企业日常经营的前提下，加强对企业内部管理、风险控制、激励约束等公司治理情况的评估和监管。

（四）完善信息披露制度

一是完善信息披露范围。包括公司的财务和经营状况、主要股东和实际控制人、董事会成员和高级管理层的薪酬、董事会成员相关信息及其独立性、关联交易、员工和其他利益相关者等完整信息。二是提高信息披露质量。使用高质量的会计标准和披露标准以提高报告的相关性、可靠性和可比性。聘请独立、称职的外部审计机构提供高质量的审计服务。加强信息传播渠道建设，以便相关各方平等、及时和低成本地获取相关信息，强化约束。

---

1. 本文发表于2017年4月17日《金融时报》，原题为“我国公司治理难题亟待破解”。

“明股实债”与国有资本管理㊟

十九大报告明确提出，“要完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大，有效防止国有资产流失”。要实现这一战略目标，“必须以完善产权制度和要素市场化配置为重点”，以完善公司治理为核心，准确区分“资本”和“资产”的概念，从历史沿革、现实要求、路径设计等多角度加以系统分析。

从国有资产管理体制角度而言，国有资本是经济学中的“资本”概念，而非会计上的“资产”概念，国有企业只有减去负债后的“净资产”才属国家所有，才是真正的“财富”。由于“资本”与“资产”概念的混淆，再加上债务软约束问题大量存在，导致股债不分、明股实债现象非常突出，很多名义上的国有资本是虚幻的。而且，由于医疗、养老、教育等领域的欠账较大，实际上的国有资本远低于账面水平。在我国国有资本“分层所有”的情况下，加上“治理半径”的存在，需要在管理架构上明晰产权、厘清责任，建立激励相容的“委托-代理”架构，通过完善“公司治理”建立现代企业制度。与此同时，可以通过“双层安排”加强党的领导并强化股东权益保护。

一、从国有资产管理体制角度而言的国有资本，是经济学中的“资本”概念，而非会计上的“资产”概念

从企业资产负债表的结构看，资产=负债+所有者权益，国有资本即资产负债表中的“所有者权益”，而非资产负债表左方的“资产”概念。即使是国有独资企业，只要企业对外负债，其法人财产就并非全部属于国家所有，也不能全部作为国家的财富，只有减去负债后的“净资产”才属于国家所有，才是真正的“财富”。过去很长一段时

间内，我们对这两个概念区分不清，而十九大报告提出“促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大”，不仅在概念上做了明确区分，而且为下一步完善各类国有资产管理体制指明了大方向。

从国有资本的历史形成来看，一方面是庞大的国有资产，另一方面是政府对医疗、养老、教育等领域的欠账较大，造成实际上的国有资本远低于账面水平。2003年之前，由于扭曲的会计制度，国有企业的成本和职工的工资等均受到严格限制，很多畸高的账面利润是人为制造出来的，是用国有企业职工的低工资以及在医疗、养老、住房等领域的欠账换来的。这些账面利润又用于投资，所以账面国有股本并不真实。经过股份制改革进入市场的国有企业，其投资的子公司、孙公司通过借债扩张形成了大量资产，但其收益首先要用于偿还借债本息，也不能简单地全部划为国有资产。因此，实际上国有股本远低于统计数字，是赤字的国有股本。

由于过去混淆了“资本”与“资产”概念，再加上存在大量债务软约束问题，股债不分、明股实债现象非常突出，很多名义上的国有资本是虚幻的。也就是说，虽然表面上存在庞大的国有企业资产，但背后隐藏的是债务高涨、投资回报下降，再加上养老、社保等有待弥补的窟窿，实际国有资本远远低于账面水平。严格意义上的资本，作用主要体现在：一是计算和确定杠杆率的基础；二是承担风险的主体和能力；三是吸收损失的能力以及清算处置顺序的依据；四是反映公司业绩的资本收益的衡量标准。当前，很多国有企业的股本是通过借债形成的，具体的表现形式包括地方政府或财政部门借钱注资、共管账户、税收返还、重复使用资本、资本不吸收损失等，政府专项债、置换债、特别债等也堂而皇之地充当了资本。事实上，“明股实债”与“杠杆收购”存在本质差异，后者是基于公开的财务和契约安排，事前明确了收购人、债权人以及被收购方的责权利，既不存在资金来源的隐瞒使用，也不存在私下的“抽屉协议”，如果利用自身信誉融资收购，一旦出现问题，杠杆收购人是要真正承担损失的。相反，基于“明股实债”的国有股本实际是虚幻的，融资要依靠项目的收益偿

还，即使项目失败，财政部门和地方政府也不承担损失，往往由提供融资的金融机构承担损失。这样，通过“明股实债”成立的公司的性质就发生了根本变化，而资本本身应具备的上述作用也无法得到发挥。

从金融业的角度来看，现有国有金融企业的资本其实是不真实的，有的是自己为自己注资，有的注资已消耗殆尽。以20世纪末集中处置四大银行不良贷款为例，1998年11月财政部发行2700亿元特别国债，同时中国人民银行将法定存款准备金率由13%下调至8%，由此增加的银行资金用于购买财政部发行的特别国债，财政部以特别国债收入用于对国有商业银行的注资，国有商业银行以其获得的资金偿还中央银行再贷款。这就是自己为自己注资，不仅如此，2003年仅建设银行、中国银行就分别核销损失类资产1569亿元和2205亿元，已经远远超过2700亿元特别国债补充的资本金，事实上是核销了通过特别国债补充的资本金。而2007年以“定向+公开”方式发行用于组建中投公司的1.55万亿元，也是用银行的分红来支付利息，在性质上都属于财政发债银行买、自己为自己注资，不仅没有真正增强银行吸收损失的能力，还使海外误认为中国银行体系问题巨大、又将陷入破产的境地，增加海外唱空中国的口实。又如1999年成立四家金融资产管理公司，专门接收、处置从国有商业银行剥离出来的约1.4万亿元不良贷款，其资金来源中约5800亿元为中国人民银行再贷款，其余8200亿元是由金融资产管理公司对相应的银行定向发行的财政隐性担保的债券，所以财政部的股本同样是债务资金。一些金融机构股份制改革过程中设立的共管账户，也属于类似的性质。

区分“资本”与“资产”，还需要强调国有资本“分层所有”的概念。在我国中央和地方财政分灶吃饭的情况下，中央管理的国有资本与地方管理的国有资本应是分级所有，按“谁出资谁所有”原则，由各级政府分别行使国有资本所有权，履行出资人职责。即使是全民所有制，例如国有资本划转充实社保基金、集体土地转化为国有土地，其最终的实际受益人，也不会是全民整体，这依然是一个分层的

概念。因此，针对国有资本产权分层的现实，要在管理架构上明晰产权、厘清责任，建立激励相容的“委托-代理”架构。

二、完善以管资本为主的国有资产管理体制，关键在于“治理”而非“管理”

混淆“资本”与“资产”概念的另一个直接影响，就是国资管理部门的工作仍然是以管企业为主，全面管理企业的人、事和资产，而不是主要管理国家所拥有的资本。例如，国资委进行绩效考核时是以企业为单位，考核对象主要是企业的收入和利润，而不是从整体上对国有资本的投资回报率进行考核；在推进产业布局调整时，主要是直接交由企业来执行而不是通过资本运作的手段；等等。

党的十四届三中全会指出“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”的现代企业制度是国有企业改革的方向。十五届四中全会则首次明确提出了“公司治理”这一概念。但在当前，部分政府部门和监管机构对建立现代企业制度的意义缺乏理解，很大程度上还停留在部门管辖、行业管理的较低层次，政策着力点更多放在如何管企业、如何用政府的力量推动企业做大做强上。各管理部门从各自部门的利益出发，制定各自的原则，这实际上还是在搞部门所有制，缺乏顶层设计和系统考量，走的依然是行业主管部门全面管企业的老路，由此产生政资政企不分、发展和监管职能不分、企业经营行为和资源配置违背市场化原则等弊端也就不足为奇了。

尤为重要的是，政府部门由于公共管理职能与出资人职能交叉重叠、国有企业的多重目标冲突，在管理国有资本方面存在难以调和的矛盾和冲突。由于政府部门同时履行公共管理职能和出资人职能，集“裁判员”和“运动员”于一身，在现有的行政体制下难以构筑有效的防火墙，使国有资本的“委托-代理”关系更多地体现为一种行政性的上下级关系。多重身份导致对国有企业的多重目标要求，妨碍了国有资产保值增值目标的实现。即在行使公共财政职能时，主要侧重于

社会目标、宏观调控目标和公益目标，将国有企业当作政府实施宏观调控和公共管理的工具，要求其对社会和经济稳定负有一定的职责；在行使出资人职能时，又把国有企业当作国有资本的具体经营者，更强调国有资产的保值增值，追求资本回报的最大化。由于在履行的所有者职能和行使的公共管理职能之间缺乏有效的防火墙，政府部门设定的多重目标造成国有企业经常要在利润目标和社会目标两者之间摇摆和平衡。

三、“治理半径”的存在要求建立分层的国有资本管理模式，控股公司模式是可行的选择

从公司治理的角度来看，任何一个管理者或管理机构都会受到“治理半径”的制约，管理事项多了就管不过来。从现实情况来看，国资委管理的国有企业数量众多，分布在几十个行业和数以百计的产品细分市场中，如果继续坚持大一统的、带有较强计划经济特征的管理模式，采取“国资委—国有企业”两层管理结构，对企业发展和业务经营一一发表具体指导意见，其结果可能是管得越多，效果越差，国有企业的发展会出现背离市场化的趋势，也会导致国有资本的流失。

从这个意义上讲，打破传统的“国资委—国有企业”的两层管理结构，而代之以“国资委—控股公司（国有资本投资运营公司）—国有企业”三层架构，不仅符合以国有资本改革带动国企改革、政府仅以出资人身份管理国有资产的思路要求，而且，这将进一步明确国有资本的权属及以国资委为代表的相关政府机构的职能定位，有效消除由政府意志和利益干预甚至直接决定国有企业行为而造成的工作积极性降低、流程化管理低效等问题，有利于国有企业建立现代企业制度。这实际上是利用控股公司等金融或类金融的中介机构，在国资委和国有企业之间建立一道防火墙，确保“政企分开”。

在国有金融资本管理领域，2003年成立中央汇金公司，就是实践了“国务院—金融控股公司（汇金公司）—国有金融机构”三层架构

的设想。其核心思想是组建一家金融控股公司，按照市场化、法制化和专业化的原则来管理国有金融资产。这种模式的最大优点是能够彻底切断国有金融资本和政府职能机构的行政联系，在隶属关系上与其脱钩，阻断来自政府的行政干预。国有金融资产控股公司行使出资人职能，能保证所有者代表的“人格化”，这对解决出资人自身的激励约束、增强对代理人的监督和考核等问题，都具有积极的作用。但自2007年9月中投公司成立后，汇金公司成为中投公司的全资子公司。原本有关剥离财政部国有金融资本出资人职能的改革尝试基本停滞，财政部再次回到干预金融资产日常经营活动的老路，中投公司也因无法与汇金公司代表国家行使国有金融机构股东职能之间完全隔离，多为国际市场所诟病，其自身开展投资业务的盈亏情况也经常被过分解读。

四、通过“双层安排”加强党的领导并强化股东权益保护

第一层，把国有资本出资人身份与董事会职权结合起来。党可代表多数股权支配董事会决议，既实现党管国企所有权，切实保护国有出资人利益，提高出资人控制力，又把管干部、国家战略目标和利益、收益权及分配、奖惩、纪律、对外协调等整合在一起，类似过去讲的“人、财、物”综合管理，避免事无巨细、“一竿子到底”。与此同时，切实落实“同股同权”原则，处理好坚持公有制为主体与支持非公有制成分、鼓励民营、外商投资的关系，提高企业重大经营决策过程中的透明度，保护中小股东参与公司决策和利益分配的权利。第二层，成立公司经营层面和面向基层干部、员工的党委。发挥党组织的政治核心作用，包括提高理想信念教育、组织保障、纪律检查、人员资格审查以及职工利益保障等方面的控制力。通过双层安排，既符合现代企业公司治理结构，又能使董事会和经营层面的党组织作用有所区别。中国人民银行曾在所属的印钞造币公司、金融电子化公司和金币公司进行了此项试点，取得了积极成效。

1. 本文发表于2018年1月7日《第一财经》。

第三节 宏观调控有度之一

——为实体经济发展创造良好的货币金融环境

货币政策不能包打天下[注]

1984年中国人民银行正式行使中央银行职责以来，在经济约束和结构性特征异常复杂的条件下，中国货币政策当局根据中国经济金融的实际和宏观调控的需要，不断突破思想束缚，积极探索，初步形成了中国稳健货币政策的政策体系和理论基础。全球金融危机对传统货币经济学和中央银行货币政策带来了新的挑战，这极大地推动了理论界和决策者的深刻反思。

一、中国转型中的货币政策经验与面临的挑战

早在20世纪90年代初，邓小平同志在思考构建中国特色社会主义市场经济体制时就指出，金融是“现代经济的核心，金融搞好了，一着棋活，全盘皆活”。因而，在进行宏观经济分析和政策调控时，货币政策当局和其他宏观调控部门都非常注重金融部门特别是银行的作用，不仅在很大程度上满足了计划经济时期现代意义金融部门长期缺失的客观需要，而且在政策实践中确实始终高度重视金融的作用，与全球金融危机以来宏观经济分析更加重视金融因素的理论进展相一致，甚至中国的政策实践走在了主流理论的前面。

就货币政策而言，中国人民银行经过不懈探索，逐步实现了我国货币政策调控框架的第一次重大转型，即从以直接调控为主转变为以间接调控为主，并逐渐形成了以广义货币供应量为中介目标、以维持物价稳定为最终目标、多种货币政策工具组合运用的数量型为主的货币政策调控框架。与此同时，金融宏观调控的市场化程度逐步提高，市场在金融资源配置中的作用不断提升。就改革经验而言：一是在货币政策的目标选择上，强调突出价格稳定并兼顾其他目标；二是按照间接调控要求改革完善一系列货币政策工具；三是根据发展阶段和国

情需要，选择实施数量、价格与宏观审慎政策相结合的调控模式；四是始终注意短期宏观调控与中长期金融改革相结合，重视“在线修复”金融体系，稳步推进利率、汇率市场化改革，不断完善货币政策传导机制。

总的来看，中国货币政策当局肩负着改革发展和宏观调控的多重使命，在经济结构变迁的不确定环境中和在理论上存在多重均衡的条件下，中国人民银行始终根据经济周期阶段和宏观调控的需要，在有限的政策空间内，通过灵活适度的稳健货币政策，在经济高速增长的同时实现了物价的基本稳定，经受住了亚洲金融危机和全球金融危机的严峻考验，积累了大量转轨经济体金融调控和机制建设的宝贵经验。

同时也要看到，中国的政策实践可能会超前于理论发展。理论的发展是一个缓慢的过程，总是在现实的不断冲击下螺旋式上升，而且货币经济分析的所有现代主体几乎总能追溯到几十年或上百年甚至更久远的古老姻亲。中国的货币政策实践，对于全球金融危机后发达经济体的中央银行和货币经济理论发展，都具有非常重要的借鉴意义。

不过，作为发展中的转轨经济体，中国的货币政策仍面临很多挑战。一方面，与发达经济体相比，中国中央银行的独立性仍有待增强。加强中央银行在货币政策决策和操作等领域的自主权和独立性是20多年来各国中央银行共同的经验。改革开放前，银行作为社会资金的出纳长期从属于计划和财政，现代意义上的间接货币调控也仅有20多年的历史（张晓慧，2015）。因而，中国的货币政策在宏观调控体系中处于相对弱势的地位且容易成为矛盾的焦点，金融功能财政化倾向仍未完全扭转，近期地方债务置换所体现的隐性干预就是直接例证。另一方面，我国宏观调控的制度框架仍有待健全，尚未建立起符合社会主义市场经济需求、符合市场经济客观规律的宏观调控体系。目前我国的宏观调控体系仍然沿袭20世纪90年代的宏观调控体系，货币政策和财政政策主要服务于产业政策和经济增长，缺少逆周期调控

和宏观审慎管理的制度保障。因此，党的十八届五中全会才明确提出了“创新和完善宏观调控方式”的改革要求。

另外，中央银行和金融监管部门有效协调机制的缺失也为货币调控增加了难度。金融监管缺位、越位、失位现象普遍，尤其在“封建式”监管格局下，监管与发展职能不分，经常出现“监管行为宏观调控化”的倾向。在金融机构公司治理不完善的情况下，金融机构易于扩大规模，增加杠杆，最终倒逼中央银行进行救助，以致宏观不审慎。

这一背景下，中国货币政策一直承受着不可承受之重，在稳增长、防风险、调结构和促改革的缝隙中运行。进一步提高货币政策调控效率，需要在政府与市场关系、国企改革、中央与地方财政关系、金融监管体系、宏观调控框架、微观主体公司治理等方面的改革中取得实质性进展。

我们在通过全面深化改革、努力克服各种挑战的同时，有必要及时总结中国货币政策调控的宝贵经验，将具有全球增长典型范例意义的中国模式上升到具有普遍意义的理论高度。同时也需要清醒地认识到，即使是边际上的理论创新也非常艰难，而理论与现实的双重复杂性更是对决策者提出了巨大的挑战，这对所有研究者来说，都是难能可贵的机遇。

二、宏观经济学与货币政策理论的发展趋向

自凯恩斯（1936）开创宏观经济学以来，宏观经济理论就被应用于政策实践，而宏观经济和货币调控面临的现实问题，又使货币当局不得不尝试政策创新，从而促使人们对宏观经济理论进行深刻反思。宏观经济理论与货币政策就是在一次次危机的实践检验中不断摸索，日臻成熟。2008年全球金融危机之后，宏观理论思想再次表现出明显的凯恩斯主义特征，而从模型方法来看，如何更好地将金融因素引入宏观经济学一般均衡分析框架、更准确地刻画模型结构、更准确估计

模型参数并结合传统计量模型进行经济分析，成为宏观经济理论研究发展的主要方向。

（一）凯恩斯主义回归

通过引入价格黏性并考虑总供给和总需求（IS-LM）的一般均衡方法，凯恩斯（1936）突破了古典和新古典经济学的市场完美假设，提出解释经济周期波动的有效需求不足理论，为各国政策干预经济以熨平经济波动提供了理论基础，成为第二次世界大战后宏观经济学的主流。但是，传统凯恩斯主义往往仅关注宏观总量关系，缺乏必要的微观基础，没有考虑微观主体行为及政策对微观决策和激励机制的影响，而且主要侧重于短期比较静态分析，往往采用静态或适应性预期处理长期动态问题，不可避免地存在卢卡斯批判（Lucas Critique，Lucas，1976）问题。以传统凯恩斯主义为指导的相机抉择货币政策存在严重的时间不一致性（Time Inconsistency，Kydland and Prescott，1977），使各国最终陷入痛苦的滞胀困境。在以弗里德曼（1968）为代表的货币主义和以卢卡斯（Lucas，1976）为代表的理性预期学派的大力推动下，主张经济自由的新古典经济学淡化了传统凯恩斯主义的价格黏性和需求波动，转而强调宏观经济学的微观基础和理性预期，成为宏观经济理论的主流。在完全市场条件下，基德兰德和普雷斯科特（Kydland and Prescott，1982）开创的真实经济周期（Real Business Cycle，简称RBC）理论建立在微观经济人理性预期之上，能够有效克服卢卡斯批判，并对经济周期波动进行理论解释，因此得到了很多经济学家的推崇。不过，在完全市场假设下，RBC理论认为经济波动主要源自技术冲击而与金融无关，而且RBC模型由于没有价格黏性假设，因此并不包含货币政策。由于以RBC理论为代表的新古典宏观理论的有效市场假设与现实并不完全相符，因而对经济的解释往往并不理想。同时，通过菜单成本、交错定价等方式，很多新凯恩斯主义经济学家发展出大量具有微观基础的价格黏性模型（Mankiw，2006）。20世纪90年代以来，借鉴RBC模型方法，引入具有微观基础的不完全竞争价格黏性NK模型更符合现实，对经济具有更好的解释力，

可以有效开展政策评估，因此逐渐受到学术界和各国中央银行的青睐。目前在各国中央银行广泛使用的动态随机一般均衡模型（DSGE）都是原始NK模型结合不同国家具体情况的拓展。

2008年全球金融危机后，基于“大萧条”的教训，各国都通过大规模刺激性政策成功避免了危机的迅速蔓延，这正是凯恩斯主义典型的反周期需求管理操作。特别是全球金融危机初期经济恶化状况超过了“大萧条”，由于及时和猛烈的扩张性需求管理，危机只是导致大衰退而没有发展成为“大萧条”（Furman，2014）。同时，各国都意识到财政政策、收入分配、社会保障等政策的重要性，特别是在经济持续低迷并很可能进入长期性停滞的当下，如何将金融稳定、宏观政策协调、贫富差距、各国政策协调等结构性问题融入NK模型，成为理论研究的前沿课题。

（二）全球金融危机以来宏观经济理论的新进展

1.将金融因素系统引入一般均衡模型框架

全球金融危机表明，传统宏观模型对危机冲击的深度和衰退持续的时间普遍估计不足，出现过于乐观的系统性偏差，这主要是未能将金融系统纳入模型分析导致的。传统的宏观经济分析很少讨论金融机构和金融市场对货币政策传导和实体经济的影响。20世纪70年代信息经济学的发展使人们在理论上认识到信息不对称对金融市场有效运行的重要性（Stiglitz and Weiss，1981）。很多关于经济危机（包括“大萧条”）的研究表明，信息不对称和金融摩擦将引发经济运行不稳定（Mishkin，1997）。全球金融危机使宏观经济学家和中央银行充分认识到，金融机构和金融市场与经济的关系比之前想象得更重要，再也不能忽视金融系统对宏观经济的作用了。

事实上，早在全球金融危机之前，经济学家就已经意识到传统宏观模型没有金融机构的缺陷。这一缺陷导致在传统模型里信贷的波动只能由需求方也就是企业的需求波动来反映，而这与在“大萧条”和日本经济危机中观察到的金融机构本身供给信贷能力受损导致信贷剧

烈波动从而放大危机的现象明显不符。为此，经济学家试图通过金融加速器机制（Bernanke and Gertler，1986）、抵押品约束机制（Kiyotaki and Moore，1997）和考虑特定形式金融部门的生产函数（Goodfriend and McCallum，2007）等三种方式将金融因素引入传统宏观模型。从建模思路来看，上述三种方法的核心都是在信息不对称条件下，分析由于金融系统摩擦导致信贷供给（而非信贷需求）变化对经济波动的放大作用，而且建模方法上还有交叉，但危机前的主流宏观模型都没有充分认识到金融的重要作用，这也是次贷危机出乎意料的原因之一。

2. 更准确地刻画经济结构

需要认识到，一般均衡模型属于结构化分析方法，基于微观基础的一般均衡分析，很容易出现模型设定错误，从而导致分析出现较大偏差。因而，对经济结构进行更准确的刻画是一般均衡模型方法和宏观经济分析发展的主要方向，除了系统引入金融因素外，还包括利用投入产出信息引入多个部门，重新审视经济趋势与波动的关系，考虑非基本面的消息冲击，引入异质性微观主体、扩展开放条件和调整通胀动态机制等方面。

三、宏观审慎政策框架及其与货币政策的协调配合

全球金融危机之前，虽然很多国家的中央银行也非常重视金融稳定，在发布货币政策报告的同时，也发布金融稳定报告，但由于传统宏观经济理论模型并不将金融摩擦作为经济周期波动的主要因素，因而出现了将货币政策与金融稳定政策分置的策略倾向。很多国家在金融危机之前都将防范金融风险的微观审慎监管职能从中央银行分离出来。同时，传统上利率作为唯一的货币政策工具就能够有效实现通胀和产出目标，并不需要其他政策操作。但是，全球金融危机表明，金融部门的作用远超传统理论的认识，巨大危机冲击下的宏观经济调整是高度非线性的，而零利率下限问题也使传统利率工具不再有效并面

临严重的问题。因而，全球金融危机后，货币政策更加强调与宏观审慎政策的协调配合，通过非常规政策手段促进金融稳定和经济增长，这是货币政策调控出现的最明显变化。

（一）系统性风险防范与宏观审慎政策

货币经济学传统理论认为，稳定的价格和产出能够自动促进金融稳定（Bernanke and Getler，2001），但金融危机对此形成了巨大挑战：如果金融机构在稳定的经济环境下过度承担了风险，金融系统也会更加脆弱（Gambacorta，2009）。金融失调对实体经济的负面效应远远超出许多发达经济体的预期（Mishkin，2011），金融顺周期性放大了实体经济周期的波动并加剧金融体系的不稳定，导致经济在恶性循环中不断紧缩。金融危机造成政府债务的急剧攀升（Reinhart and Rogoff，2009），威胁金融体系的稳定性并使系统性金融风险加剧。这些问题促使人们重新审视现有货币政策和金融监管框架，中央银行需要关注金融稳定，并采用审慎政策措施来控制风险（Mishkin，2010）。传统的微观审慎监管只能控制个体金融机构的风险。但是金融机构间相互作用具有外部性（Acharya，2009），各机构的风险可以相互传导，较小的风险冲击可能引起严重的系统性风险（Heider et al. 2015）。因此，需要从整体角度进行审慎管理，即构建宏观审慎政策框架。

在这一背景下，美国、欧盟等发达经济体不断完善宏观审慎政策来解决金融体系的顺周期性和“大而不能倒”等问题，国际货币基金组织、国际清算银行、金融稳定理事会（FSB）等国际组织和各国中央银行针对宏观审慎政策框架开展了大量研究和政策协调。总的来看，宏观审慎政策工具可分为信贷类、资本类和流动性类政策工具（Claessens，2014），信贷类政策工具主要对金融机构的借款者实施约束，如贷款价值比（LTV）、债务收入比（DTI）等，资本类政策工具关注金融机构的安全性（包括逆周期的动态资本监管、杠杆率监管、资产负债表约束等），流动性类政策工具主要关注金融机构的流

动性（主要包括流动性覆盖率、准备金、存贷比等）。从政策效果来看，大量研究表明，宏观审慎政策可以有效维持金融稳定，贷款价值比和债务收入比等信贷类工具可以有效稳定房价和资产价格（Tressel and Zhang，2016），最低资本金要求等资本类工具可以有效限制杠杆率过度增加（Korinek et al.，2016），流动性指标可以有效遏制流动性风险积累（Cesa-Bianchi and Rebucci，2016）。

（二）加强政策协调，探索完善中国宏观审慎政策框架

近年来，随着金融市场的迅猛发展，我国金融产品体系更加复杂，综合经营趋势明显。同时，在经济下行过程中，不良金融资产逐步进入风险暴露期，金融市场波动较大，预算软约束和道德风险约束依然严重，经济杠杆风险迅速上升。构建完善的宏观审慎政策框架，加强与货币政策、财税政策等其他政策的协调配合，对防范系统性金融风险、促进经济长远健康发展具有非常重要的意义。

以数量为主的间接货币调控模式使我国货币调控不仅重视价格指标，更关注流动性、信贷数量和窗口指导的作用，在实践宏观审慎政策方面具有一定的基础。2003年我国就适时对房地产信贷风险进行防范并通过调节按揭成数和利率杠杆防范房地产泡沫，2004年实行差别存款准备金制度，分类开展信贷政策，这都体现了宏观审慎政策的思想。2009年，中国人民银行开始系统研究宏观审慎政策框架，2011年引入差别准备金动态调整制度，并在2015年将其升级为宏观审慎评估体系（MPA），从资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、跨境融资风险、信贷政策执行情况七个方面引导银行业金融机构加强自我约束和自律管理，并在2016年将表外理财纳入宏观审慎评估。根据资本流动的新特点，在2015年将外汇流动性和跨境资金流动纳入了宏观审慎管理范畴，进一步完善了宏观审慎政策框架。根据房价和资产价格变化，在2016年继续综合运用贷款价值比、债务收入比等宏观审慎工具对房地产信贷市场进行逆周期调节的同时，明确提出需要更好地发挥“货币政策+宏观审慎政策”双支柱政策框架的作用，

积极探索货币政策与宏观审慎政策的协调配合。今后，在借鉴国际经验基础上，还要统筹做好系统重要性金融机构、金融基础设施和金融综合信息统计的管理工作，改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架，丰富符合国情的信贷类、资本类和流动性类宏观审慎政策工具，尤其是针对房地产市场和金融市场杠杆率的宏观审慎工具，开展大量基础性研究。

与此同时，货币政策与宏观审慎政策之间的关系也成为国内广泛关注的问题。传统的货币政策对金融稳定具有重要影响，但货币政策不足以维护金融稳定，因此宏观审慎政策与货币政策具有一定的替代性和互补性，两者不是彼此独立而是相互影响的，需要密切配合（Shin，2016）。货币政策的变化会影响市场利率，引起资本充足率的变化，从而影响宏观审慎政策。宏观审慎政策也会对货币政策产生影响。通过改变资本金要求等信贷条件，宏观审慎政策可以影响相关利率，并间接改变货币政策立场。同时，宏观审慎政策可以为货币政策提供额外操作空间，影响其传导效率。另外，宏观审慎政策与财政政策、微观审慎政策及其他政策的协调配合也非常重要。

四、创新完善中国货币政策工具体系，为货币政策和价格调控方式转型营造良好的金融环境

中国人民银行始终高度重视金融机构的健康状况，早在20世纪末就通过扩张央行资产负债表和外汇储备注资的非常规“在线修复”和紧急救助方式，尽可能快地解决历史存量问题，并通过引入国际战略投资者等方式进行股份制改造和上市，健全金融机构公司治理机制，打造具有较强竞争力的微观金融基础。同时，强调花钱买机制的改革原则，通过资本市场进一步夯实资本金，强化对银行的资本约束，注重做好救助和改革成本的分担与回收，有效避免了道德风险。此后，我国国有商业银行改革基本都是按照财务重组、设立股份公司、引入战略投资者和发行上市这几个阶段分步实施的，这对维护金融稳定、改善宏观调控具有重要意义，也极大增强了货币调控的权威性和公信

力。这些政策实践，对全球金融危机中发达经济体的危机救助方案也有非常重要的借鉴意义。

目前，我国经济进入新常态，存在如何处理好宏观调控和改革力度的关系问题。过度刺激的货币和财政政策不但不能解决深层次矛盾，还会导致结构性矛盾的固化，以过度刺激维持所谓经济高增长，有百害而无一利，后果是“僵尸企业”僵而不死、落后产能难以退出。针对近期短期宏观调控政策用力过猛，而供给侧结构性改革措施的落实和执行力度不到位等问题，我们提出稳健中性的货币政策，正是认识到货币政策有其边界，不能包打天下，不能代替结构性改革，货币政策的有效实施需要其他政策的配合，尤其是需要以供给侧结构性改革为基础。

此外，我国正处于由数量型货币政策框架向价格型货币政策框架转变的关键时期。2008年全球金融危机以来，相较于发达国家央行不断扩表被动收购资产，我国央行资产负债表在外汇占款被动投放局面改变的背景下，调整和优化空间相对较大。如何通过调整央行资产负债表结构，进一步提高调控市场利率的有效性，是值得研究的课题。在向价格型货币调控模式转型过程中，要积极探索优化中央银行资产负债表的机制渠道，努力完善创新型政策工具，理顺以价格为主的货币政策工具体系，在调整资产规模和结构的同时，积极优化负债结构并夯实权益资本数量，通过打造规模适度、结构合理、操作灵活、风险可控的中央银行资产负债表，为货币价格调控方式转型创造有利条件。

---

1. 原文发表于《金融研究》2017年第1期，原标题为“中国稳健货币政策的实践经验与货币政策理论的国际前沿”，此处为节选。

稳健中性的货币政策[注]

管好货币信贷总量，调节好货币闸门，是做好金融服务实体经济工作的重要基础。中央经济工作会议强调2017年货币政策要保持稳健中性，这是在深入分析当前国内外经济金融形势和我国经济运行面临突出矛盾和问题基础上做出的重要部署，为把握好货币政策调控力度和节奏、平衡好多个目标之间的关系指明了方向。

一、货币政策保持稳健中性是深化供给侧结构性改革的客观要求

稳健的货币政策自2011年实施以来已有六个年头，总体上取得了显著效果。一是实现了货币政策由应对国际金融危机时期的非常态向常态的及时回归，降低了货币信贷条件过度宽松引起的经济金融风险的过度积累。二是宏观调控的针对性和有效性进一步增强，有力支持了经济增长在合理区间运行。三是积极探索货币政策支持经济结构调整和转型升级，为供给侧结构性改革创造了适宜的货币金融环境，推动“三去一降一补”取得积极进展，产业结构、需求结构、收入结构等继续优化，经济新的动能正在积聚，传统动能的改造升级也在加快。

但同时应该清醒地认识到，目前6.7%的GDP增长主要依靠房地产和基建投资拉动，主要是依靠地方政府和国有企业负债率快速上升而达到的，不具有可持续性。从当前形势看，我国经济运行面临的突出矛盾和问题，虽然有周期性、总量性因素，但其根源是重大结构性失衡，国内长期积累的部分结构性问题和深层次矛盾还有所固化，甚至恶化。从总需求角度来看，主要表现为内需与外需、投资与消费的失衡。从投资方面来看，存在房地产投资和实体经济的失衡，投资增长对房地产和基建投资的依赖较大。从产业结构来看，结构矛盾表现为

高耗能、高污染等重化工业产能严重过剩。从市场结构来看，在资源、电信、金融、交通、教育、医疗等产业领域的垄断导致运行效率较低。从经济增长动力结构来看，各类要素成本快速上涨，依靠要素投入驱动的增长模式已难以为继，而主要依靠科技进步、劳动者素质提高、管理创新驱动的模式尚未形成。

这些经济运行中的结构性问题，一部分是我国经济发展自身演进导致的，例如内需与外需、投资与消费、产业结构内部的失衡，都是我国经济转轨发展的必经阶段，在我国经济逐步进入新常态后，这些经济结构已不可持续，需要一定的时间调整转型；另一部分是体制机制障碍及相关政策导致的，需要通过改革消除障碍。从过去几年的经验来看，受经济下行压力较大、金融市场出现较大波动等多种因素影响，部分时段实施的稳健略偏宽松的货币政策并不恰当。这种流动性状态不仅不能从根本上解决结构性矛盾，而且货币信贷过快增长是饮鸩止渴，会进一步扭曲和固化结构性问题，导致产能过剩进一步加深，企业部门杠杆率进一步高位攀升，房地产市场和金融资产进一步膨胀，金融风险进一步集聚，甚至导致出于稳定金融体系的需要，倒逼央行进一步注入流动性的恶性循环。总之，在结构性问题成为当前主要矛盾、总需求刺激政策的效果边际递减的情况下，不能重回总量宽松、粗放刺激的老路，必须从供给侧结构性改革上想办法，必须在结构调整、经济转型和改革上取得突破，努力实现供求关系新的动态均衡。在此过程中，货币政策总体保持审慎和稳健，突出中性态势，不松不紧，既保持合理经济增长必要的流动性供给，又能为新旧动能转换和结构转型升级创造必要的压力，是做好供给侧结构性改革背景下总需求管理的题中应有之义。

二、货币政策保持稳健中性是防范金融风险，尤其是平衡好维持金融稳定与防范道德风险之间关系的宏观保障

风险多发易发是当前金融领域的突出特征。从国际环境看，全球经济还未走出国际金融危机后的深度调整期，主要经济体复苏情况不

一，全球经济总体上仍然乏力，未来主要经济体货币政策走向等不确定因素增大，尤其是民粹主义、去全球化和保护主义抬头，地缘政治和社会不稳定性增加，逐渐成为影响全球经济复苏的重大风险。金融领域的潜在风险仍在积聚，金融市场动荡不定的态势短期内可能难以改观。从国内环境看，处在深刻转型期和关键跨越期的中国经济，过去经济高速增长所掩盖的一些体制性、结构性矛盾和问题正在“水落石出”、持续暴露，经济运行内生增长动力尚待增强，金融改革处于攻坚阶段，经济金融领域风险暴露有所增多。2015年的股票市场大幅波动，2016年年初的外汇市场、期货市场、票据市场风险联动，一线城市和部分二线城市房地产价格的高速增长，年底债券市场又成为人们广泛关注的焦点，这充分说明我国当前金融运行进入了风险敏感期、脆弱期、多发期。因此，中央经济工作会议特别强调“要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险”。

综观全球诸多典型的系统性金融风险案例，其形成和破灭的具体因素固然有所不同，但形成过程大致相似：持续宽松的货币政策伴随信贷的易获性，导致信贷过度扩张和资产价格上扬相互刺激，进而引发资产泡沫和金融危机。借鉴国际经验和教训，要做好防范化解金融风险工作、守住不发生系统性风险的底线，关键是要调节好货币闸门，保持流动性总量基本稳定，防止因货币供应宽松而产生加杠杆效应和放大资产泡沫，在宏观上有效助力防范风险。

尤为重要的是，保持稳健中性的货币政策有利于平衡好维持金融稳定与防范道德风险之间的关系。长期以来，我国对金融风险的容忍度较低，一定程度上存在“花钱买稳定”的倾向，公共资源的过度使用导致道德风险普遍存在。一方面，部分金融机构事实上享受隐性担保，成本外部化，缺乏审慎经营和风险控制的动力。部分金融产品仍存在刚性兑付，投资者缺乏风险意识，客观上助长了高风险活动。另一方面，维护金融稳定过度依赖央行的流动性支持，央行很难在维护金融稳定和防范道德风险之间把握平衡。一旦出现问题，央行往往在

不了解风险信息的情况下被动提供流动性支持，使部分金融机构过度投机套利，加剧金融与实体经济失衡。保持稳健中性的货币政策，合理引导利率水平，有利于在总量上防止资金“脱实向虚”、“以钱炒钱”以及不合理的加杠杆行为，在维护金融稳定的同时抑制道德风险，切断“事后无限救助-放松风险防控”的恶性循环链条。

三、货币政策保持稳健中性是顺应国际经济金融形势变化的主动选择

以量化宽松的货币政策为代表的总需求刺激政策边际效用递减，全球货币政策都面临回归常态的现实要求。全球金融危机之后，发达国家吸取了20世纪30年代的教训——在危机时紧缩的货币政策会导致通货紧缩、加剧危机，所以纷纷实施量化宽松的货币政策，并一再加码，直至实施负利率。8年多来的全球实践表明，量化宽松的货币政策在维持金融稳定方面的确发挥了一定作用，但其在促进经济复苏方面效果并不明显。尤其是在没有结构调整改革和财政政策的支持下，过度刺激的货币政策最终只会导致全球金融市场出现泡沫和高杠杆。日本央行2016年年初进一步实施负利率，之后又提出附加收益率曲线控制的新型双宽松（QQE）政策，要将10年期国债收益率保持在零附近，但市场反应消极，日元不贬反升。从主要经济体的经验来看，宽松货币政策的效果是递减的，全球货币政策都面临回归常态的现实要求，并已陆续开始行动。我国近年来也有货币政策效应递减的问题，同样要借鉴国际经验适时适度进行调整。

从当前形势来看，美国已进入加息周期。事实上，布雷顿森林体系崩溃以后，美国一旦进入加息周期，往往会对新兴市场国家造成很大的冲击。20世纪80年代初的拉美债务危机，1997年的亚洲金融危机均与此有关。当前，美国经济恢复相对较快，美联储货币政策紧缩，加息的力度和节奏对全球汇市、股市、债市以及国际资本流动产生了重大影响，特别是对新兴市场经济体的资本流动和汇率产生了很大冲击。与此同时，我国高度融入全球经济金融体系，人民币2016年正式

加入国际货币基金组织特别提款权货币篮子，金融市场进一步对外开放，跨境资本流动规模不断上升，在此开放格局下，应未雨绸缪，保持稳健中性的货币政策，防止利率、汇率、跨境资本流动以及国内金融市场出现大的波动。

四、货币政策保持稳健中性“功夫在画外”，应大力推进结构性改革，做好货币政策与其他宏观政策的协调配合

与其他政策一样，货币政策不是孤立的，必然和其所处的实施环境相互作用和影响。事实上，过去一个时期稳健的货币政策在实际执行中之所以容易偏宽松，导致资金流向不尽合理，甚至出现以钱炒钱，其背后的深层因素，仍是体制机制障碍作怪，仍是因为经济结构不合理。因此，近年来中央反复强调要以“三去一降一补”为突破口，通过深化改革提升供给侧质量。对货币政策乃至整个金融而言，供给侧的改善就是增长新动能的释放和结构的改善，就是价格扭曲的校正和市场公平竞争环境的创造，就是全要素生产率和投资回报率的提升。如此，资金自然流向实体经济，货币政策传导渠道不可能不畅通。货币政策本质上只是一个总量政策，对供给侧结构性改革能做的最大贡献，就是保持必要的战略定力和耐心，创造一个中性适宜的总需求环境，无法从体制上、机制上彻底解决企业部门的高杠杆率、产能过剩以及国企部门运行效率偏低等问题，解决这些问题的关键还是要靠深化改革。在当前条件下，应重点推进三大结构性改革，打好三大歼灭战，实现三个“Big Bangs”。

总之，在当前形势下再次强调货币政策要保持稳健中性，不是简单地适应宏观经济周期变化，而是着眼于国际国内大局特别是我国经济步入新常态这一更为深刻持久的变化，着眼于配合深化供给侧结构性改革这一政策主线，为其创造适宜的环境。在上述背景下实施稳健的货币政策，既要注重政策本身，更要注重政策实施环境的改善。就政策本身而言，在力度上要更为中性，既要保持流动性总量基本稳定，又要有一定的倒逼压力。在方式上要更加注重改革创新，既要注

重数量型传统工具，又要针对金融创新发展和货币创造渠道的变化，进一步强化价格型调控和传导，逐步探讨将更多金融活动和金融市场纳入宏观审慎管理，优化完善风险防范和处置的各项制度安排，在牢牢守住不发生系统性金融风险底线的同时，提高金融运行效率和服务实体经济的能力。在结构上要更加优化，在保持总量政策稳健中性的前提下，加强与财政政策、金融监管等的配合，用好信贷政策支持再贷款等结构性工具，去产能，补短板，调结构。在实施上要更加注重预期管理。当前和今后一个时期，全球经济仍将面临深刻调整，国内经济也处于转型升级的关键时期，而且过去一个时期货币政策的宽松前所未有。经济转型的不确定性叠加流动性泛滥，使金融市场的风险明显上升，各类“黑天鹅”事件频发。在这一背景下，货币政策的任何变化都变得高度敏感，加强预期引导显得尤为重要。从国际经验来看，无论是20世纪80年代以来货币政策操作的逐渐规则化，还是2008年国际金融危机以来前瞻性指引的增强，都反映了预期管理的重要性和有效性。应通过多种方式加强与市场的沟通，合理引导市场预期，避免市场误读和扰动，着力防止市场流动性恐慌情绪蔓延而倒逼央行被动救助。

---

1. 本文发表于《清华金融评论》2017年第3期，原题为“全面理解稳健中性的货币政策”。

第四节 宏观调控有度之二

——大力推进公共财政改革

公共财政与中国国民收入的高储蓄倾向㊟

一、引言

中国的高储蓄率现象一直都是学界关注的焦点。2008年金融危机之后，我国出口急剧下降，给宏观经济带来巨大冲击，在这个时候，探究储蓄率不断攀升的根源，以及如何通过降低储蓄率来促进消费、扩大内需进而维持经济增长水平，显得迫在眉睫。

根据中国人民银行课题组1999年的测算，中国1978年以来的国民储蓄率比发达国家高10多个百分点；武剑计算的1978—1997年平均国内储蓄率为37.1%，在1993年之后更是稳定在40%左右；克雷（Kraay）指出，1978—1995年中国国民储蓄率为37%左右，而国外平均储蓄率只有近21%；高路易（Kuijs）发现，2003年中国的总储蓄率，比2002年美国、法国、日本和韩国分别高28.2%、21.8%、17%和11.5%。任若恩、覃筱认为，中国与美国储蓄率高达30%的差距是由对储蓄和收入的统计口径不同造成的。即便如此，经过一些可比性调整之后，中国1992—2001年的平均储蓄率仍高达22.69%，与美国同期平均储蓄率的差异虽没有达到其他文献估计的40%左右，却也达到了15.87%。显然，中国储蓄率高是一个不争的事实。

一些文献从经济增长、经济发展阶段、经济周期、收入分配、人口结构、制度因素以及不确定性引发的预防性储蓄动机等角度，探求造成中国与其他国家储蓄率差异的根源。

第一种是基于传统储蓄理论的解释。凯恩斯理论认为，储蓄率的高低取决于可支配收入和边际储蓄倾向的大小，即$S/Y=s_0/Y+s$，其中S为储蓄，s为边际储蓄倾向，Y为收入。而生命周期理论认为，如果可支配收入以相对稳定的速度增长，则储蓄率的高低由可支配收入增长

的速度决定，即$S/Y=s_0+sg+e$，其中s_0应该接近零，s大于零，g为可支配收入增长率，e为随机干扰项。莫迪利安尼和曹实（Modigliani & Cao）利用1953—2000年的数据，验证得出了家庭储蓄率与经济增长率、人口负担系数和通货膨胀率正相关的结论。陈利平认为，在引入理性消费攀比之后，由于当期消费和未来消费的边际效用同时提高，高储蓄率可以导致高增长，高增长率也可以导致高储蓄率。王弟海和龚六堂证明，中国目前的高储蓄率主要由高经济增长率、高资本产出弹性、高主观贴现率以及短视性预期造成。

第二种是基于人口结构的解释。从人口年龄结构来看，如果劳动力人口增长速度超过总人口增长速度，由于存在“人口红利”，当期劳动人口比重上升导致总收入上升，进而提高储蓄率；同时由于我国养老保障体制还不完善，青年人口出于养老目的，将提高边际储蓄倾向，降低边际消费倾向，进而使储蓄率上升。堀冈佑二和万俊敏（Horioka & Wan）在生命周期理论的基础上，利用1995—2004年的中国分省数据研究发现，中国的高储蓄率与年龄结构，特别是少儿抚养率以及实际利率、过去的储蓄率高度相关。从人口的性别结构来看，魏尚进和张小波利用1975—2005年的数据发现，我国储蓄率变动与滞后20年的性别比例变动趋势非常相似，省级数据的回归结果表明，性别比在解释储蓄率时高度显著，符号为正，而且农村数据回归系数显著大于城市数据的回归系数。

第三种是基于制度因素的解释，特别是在制度变迁过程中，人们的预防性动机往往会带来较高的储蓄率。大多数学者认为，社会保障制度、养老保险、医疗保险和失业保险制度的建立，能够降低未来收入和支出的不确定性，从而降低储蓄率；如果这些制度不够完善，则预防性动机会使居民增加储蓄。张明对国外相关的研究进行了综述。在国内研究方面，宋诤认为，居民收入的不确定性显著增加，造成了中国的高储蓄率现象。谢平、施建淮和朱海亭以及何立新等通过实证分析发现，养老保险体制改革和养老金财富显著影响家庭储蓄率。

本文从公共财政角度对我国2000年以来储蓄率的上升进行分析。笔者将国有企业从“企业部门”中分离出来，与“政府部门”合并为“公共部门”，其储蓄率称为“公共部门储蓄率”；并将非国有企业与居民合并为“私人部门”，其储蓄率称为“私人部门储蓄率”。结合我国经济转型过程中的特点，本文提出高储蓄率的公共财政假说，并分析国有企业绩效、公共部门储蓄、公共支出和私人储蓄的传导机制，认为我国较高的储蓄率变动主要受政府行为影响，最后用1996—2006年30个省的面板数据检验上述假说。

二、典型化事实

国民储蓄率可按部门分为政府储蓄率、企业储蓄率和居民储蓄率，也可分为公共储蓄率和私人储蓄率。由于数据方面的问题，早期的研究通常将政府部门储蓄率定义为政府储蓄与GDP的比值，政府储蓄为经常性收入与经常性支出的差额。由于政府收入中没有包括预算外收入，而经常性支出中包括投资性支出，因此这种计算方法容易低估政府储蓄。何新华和曹永福、高路易、李扬和殷剑峰则使用资金流量表来估计各部门的储蓄率。在资金流量表中，政府收入包括预算内收入和预算外收入，政府部门的最终消费为“政府部门为全社会提供的公共服务的消费支出和免费或以较低的价格向居民住户提供的货物和服务的净支出，前者等于政府服务的产出价值减去政府单位所获得的经营收入的价值，后者等于政府部门免费或以较低价格向居民住户提供的货物和服务的市场价值减去向住户收取的价值”。政府储蓄主要有两种用途：资本转移和政府投资。

图4.1为1992—2007年国民储蓄率分解的居民、政府和企业储蓄率。1992—2007年我国储蓄率有以下两个特点。

一是国民储蓄率、居民储蓄率、企业储蓄率和政府储蓄率的平均值分别为42.48%、19.69%、16.13%和6.66%，而标准差分别为3.79%、1.8%、2.42%和1.64%。居民储蓄率虽然占国民储蓄率的一半左右，但

是其大小比较稳定，标准差也低于国民储蓄率和企业部门储蓄率。1992—2000年居民储蓄率一度从21.08%下降到16.5%，这期间国民储蓄率都维持在40%左右，最大偏差只有2.7个百分点。2000年之后，居民储蓄率才回升到2007年的21.82%，上升了5.3个百分点，而这期间国民储蓄率则从38.5%上升到50.88%，上升了12.4个百分点。

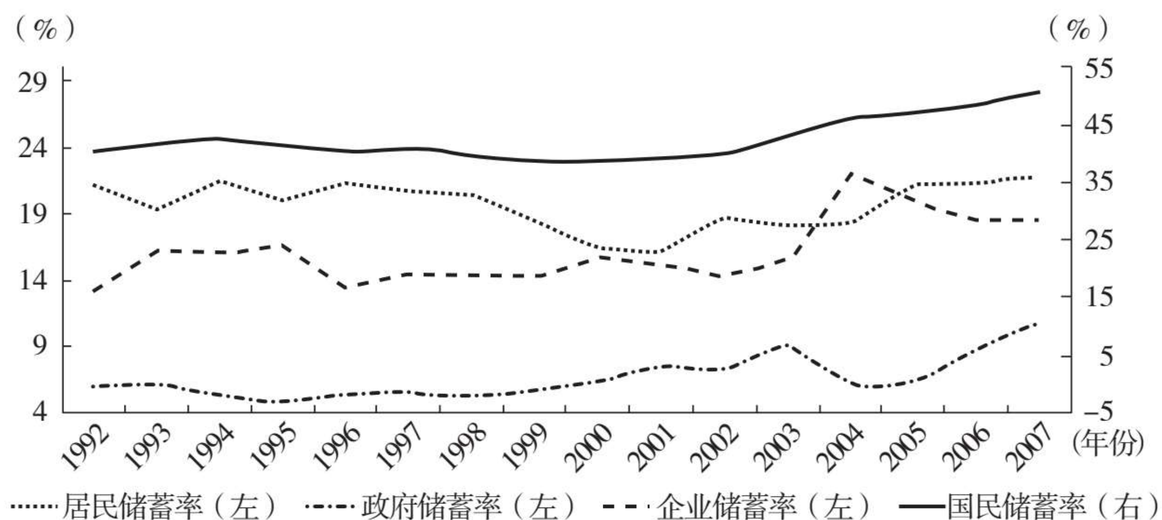


图4.1 1992—2007年国民储蓄率分解：居民、政府和企业的储蓄率

注：国民储蓄率=（国民可支配收入-社会消费总额）/国民可支配收入，居民、政府和企业储蓄率为相应的可支配收入减去其最终消费额后，再除以国民可支配收入；企业没有最终消费。

数据来源：中华人民共和国国家统计局编：《中国统计年鉴》（北京：中国统计出版社）相关年度各版的现金流量表。

二是在2000年之前，我国政府储蓄率和企业储蓄率都相对比较稳定，分别维持在5.5%和14.8%左右；而2000—2007年，政府储蓄率从6.4%上升到10.6%，企业储蓄率从15.6%上升到18.4%。如果仅仅关注居民储蓄率，我们无法完全解释国民储蓄率的变动现象。高路易认为，企业储蓄率上升是因为企业的盈利能力增强，而政府储蓄率上升是由于政府通过资本转移支持国有企业发展。从收入分配的角度分析，李扬和殷剑峰认为，2000年之后的储蓄率大幅上升主要是由政府部门的储蓄率上升推动的。与高路易不同的是，他们认为，企业部门储蓄率

的上升是由于其长期较低的工资成本和利息成本，而不是企业盈利能力增强；政府部门储蓄率的上升则是由于政府对国有企业的直接投资而非资本转移。这些分析都是从储蓄率的部门结构角度分析的，但是没有对企业部门和政府部门的关系进行考究，忽略了国有企业在储蓄率变动中扮演的独特角色。

虽然经历了1983年和1984年的两次利改税，以及1994年财政改革之后彻底的税利分流，国有及国有控股企业的财务独立性已经大大加强，但是国家的社会管理者职能与国有资产所有者职能的分离，只是规范了政府与国有企业的利润分配关系，其公共部门的关系并没有发生实质性改变。国有企业为政府提供了高额的税收，2003—2007年，全国国有企业五年共上缴税金5.97万亿元，2007年全国国有企业实际上缴税金更是高达1.57万亿元，约占当年财政收入的30.6%。1995—2007年全国国有企业资产总额平均为每年GDP的1.51倍，最高时达1.67倍，最低时也有1.31倍。

本文将国民储蓄率分解为公共储蓄率和私人储蓄率。在计算“公共部门储蓄率”和“私人部门储蓄率”的时候，本文利用1992—2007年各年的国有企业利润进行调整，即公共部门可支配收入=政府部门可支配收入+国有企业利润，私人部门可支配收入=企业可支配收入+居民可支配收入-国有企业利润；由于企业没有最终消费，因此不需要进行调整，即公共部门和私人部门的最终消费分别等于政府最终消费和居民最终消费。储蓄率的计算方法与上面相似，图4.2为计算结果。另外，本文的公共支出指中央和地方的文教支出、科学卫生支出、社会保障支出和行政管理费支出，财政总收入指财政收入和预算外收入之和。

上述高路易和李扬、殷剑锋的论文将国民储蓄率简单地分解为居民、政府和企业储蓄率，掩盖了政府部门和国有企业的联动性，从而得出国民储蓄率主要是由政府和企业储蓄率上升推动的结论。按照本文的分解方式（图4.3）可以发现：国民储蓄率的变动稍滞后于公共部

门储蓄率的变动，其趋势基本一致：而私人部门储蓄率基本在某一值上下波动，其波动稍滞后于公共部门储蓄率的变动，其方向与公共部门储蓄率变动方向相反。

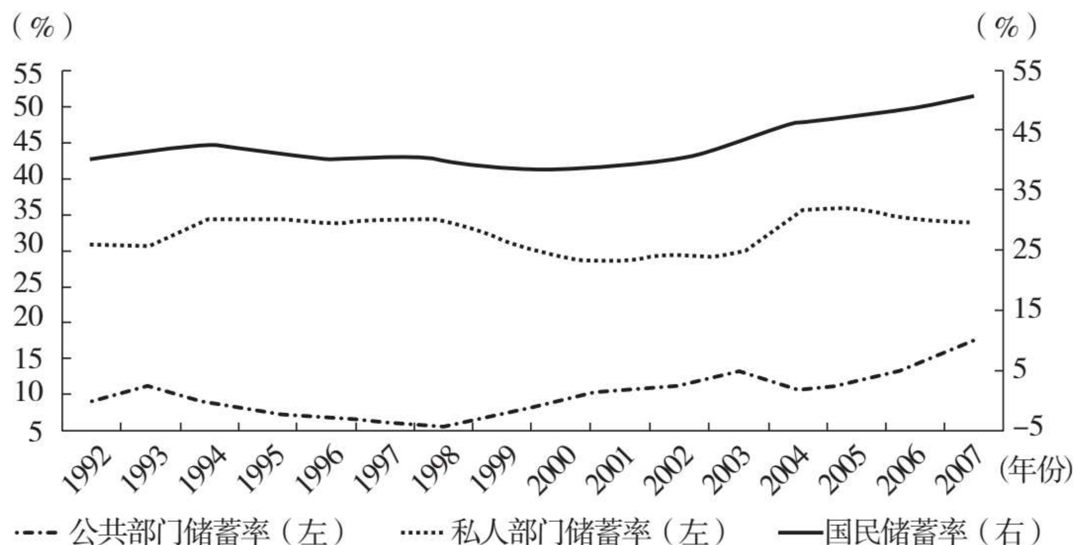


图4.2 1992—2007年国民储蓄率、公共部门储蓄率和私人部门储蓄率

注：为了方便比较，图4.3、图4.4、图4.5、图4.6都对相关数据进行了标准化处理，标准化方法为原始值减去均值，然后除以标准差。

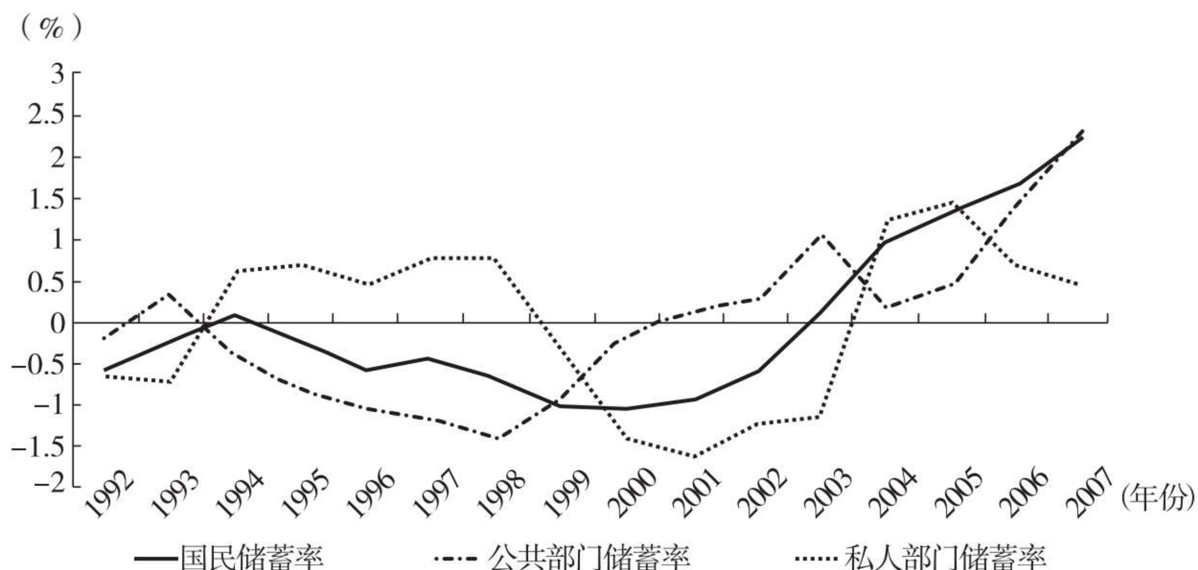


图4.3 1992—2007年标准化的国民储蓄率、公共部门储蓄率和私人部门储蓄率

三、高储蓄率的公共财政假说

（一）公共部门储蓄率和政府盈利性动机

经济学中并没有关于政府盈利性动机的明确定义，比较常见的提法是“政府偏好”。丁菊红、邓可斌将政府偏好定义为“政府的供给偏好”，即政府供给的规模和结构等，包括政府自身和其所提供的一系列公共产品及服务。与政府偏好类似，政府盈利性动机指政府根据能否给自身带来利益进行经济决策的动机。这里的经济决策既包括公共产品及服务的供给，也包括对投资和消费结构的选择。自1994年分税制改革以来，我国财政决算收入的平均增长率为19.3%，为名义GDP平均增长率的1.39倍，而文教、科学卫生事业费的平均增长率仅为15.8%；政府投资的平均增长率为18.7%，而政府消费的平均增长率为15.16%。政府的投资来源于政府储蓄，政府投资增长率高于政府消费增长率使公共部门储蓄率不断上升。

在上述论文中，高路易认为政府储蓄的主要动机是资本转移，而李扬、殷剑锋认为，在推动政府储蓄率变动方面，政府投资比资本转移更重要。本文同意李扬、殷剑锋的观点，但进一步认为政府投资主要受政府盈利性动机的影响。如果国有企业盈利能力下降，政府对其直接投资的份额就会下降，进而导致边际储蓄倾向和储蓄率下降；如果国有企业盈利能力上升，政府出于盈利目的，更倾向于投资国有企业，而国有企业往往也有较高的储蓄倾向，从而导致政府部门和国有企业边际储蓄倾向和储蓄率同时上升。

从图4.2和图4.4可以看出，在1994—1998年，国有企业资产利润率从3.8%下降到0.14%，公共部门边际储蓄倾向从29.8%下降到19.4%，公共部门储蓄率也相应地由7.9%下降到3.5%；在1998—2007年，国有企业盈利能力显著增强，国有企业利润率从0.14%上升到4.9%，公共部门边际储蓄倾向则从19.4%上升到56.4%，公共部门储蓄率则从3.5%上升到17.4%。公共部门储蓄率的变动趋势与国有企业盈利能力变动基本保持一致。

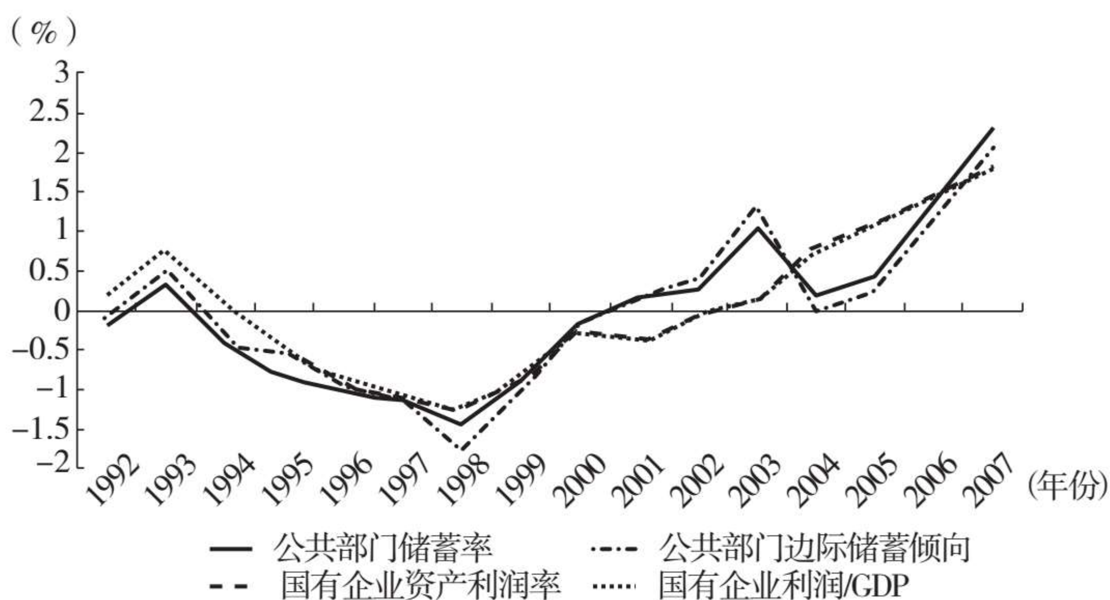


图4.4 1992—2007年标准化的公共部门储蓄率、公共部门边际储蓄倾向和国有企业绩效

（二）政府盈利性动机和政府的公共财政职能

公共财政职能指为社会提供公共产品与公共服务的政府分配行为，其支出主要体现为政府的公共支出。公共产品和公共服务具有非排他性和非竞争性，如果完全由私人提供，往往出现搭便车和逆向选择等问题，造成市场失灵，因此需要由政府来提供。比较典型的公共产品和公共服务有文教、科学卫生和社会保障、国防等。如果政府执行社会控制者职能，追求全社会福利的最大化，就有可能提供充足的公共产品和公共服务；然而，如果政府在经济决策中具有盈利性动机，则会造成公共产品和公共服务供应不足的问题。与提供文教、科学卫生和社会保障等公共品相比，修建铁路、公路或者建设商业中心、产业基地等经济建设方面投资的外部性更强，能够在短期内吸引外资，促进经济发展，提升政府政绩。另外负责大型项目建设的往往都是中央或者地方的国有企业，这些国有企业在为政府提供大量税收收入的同时，实现了国有资产增值。因此在预算约束条件下，政府更倾向直接投资于国有企业，执行经济建设型职能。政府的这种盈利性

动机会对公共职能的执行造成挤出效应。从图4.5可以看到，政府公共支出占比的变动滞后于国有企业绩效的变动，而且方向相反。1993—1998年，国有企业盈利能力和公共部门储蓄率下降，政府对文教、科学卫生和社会保障的支出比例也相应提高，并在2000年前后的小幅震荡后，从2002年开始大幅下降；而当国有企业盈利能力增强的时候，特别是2000年之后，国有企业利润额年平均增长率为34.25%，国有企业利润率从1.5%上升到4.6%，公共支出占财政总收入的比例从2002年的41%下降到2006年的38.6%。当政府追求盈利性的时候，会对其公共职能，特别是在文教、科学卫生和社会保障方面的职能执行产生挤出效应，造成公共支出不足，进而影响私人部门储蓄率。

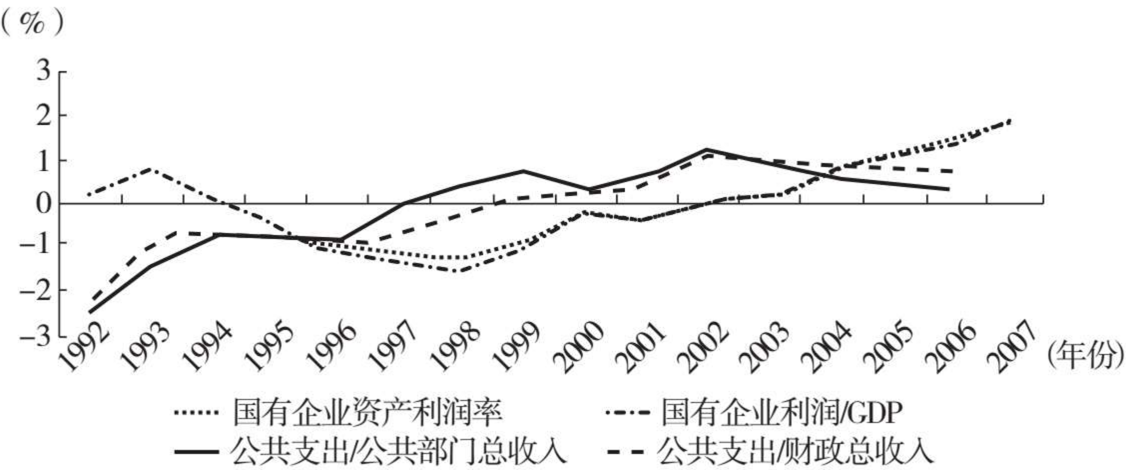


图4.5 1992—2007年标准化的公共支出占比和国有企业绩效

（三）政府公共职能与私人部门储蓄

预防性储蓄假说认为，当对收入或支出的未来预期出现不确定性时，人们会通过储蓄的方式来平滑当前消费与未来消费的支出。一般而言，健全的教育、医疗卫生体系和社会保障制度有助于降低未来的不确定性，进而减少私人部门的当期储蓄。然而20世纪90年代后期，中国进行了国有企业改革、教育体制改革、医疗卫生改革、住房制度改革、社会保障改革等一系列改革。不断变迁的制度改革使私人部门的储蓄行为与不确定性的关系越来越紧密。许多实证研究发现，收入

的不确定性是影响我国居民储蓄率的主要因素之一。私人部门未来支出的不确定性对其储蓄行为的影响也非常重要。李勇辉和温娇秀认为，我国高等教育的收费制度还不完善，不同地区、不同学校的收费标准都很不一致，未来教育相关的支出具有不确定性，居民不得不进行预防性储蓄；医疗卫生体制和社会保障制度的不健全，也是造成居民预防性储蓄的重要因素。杨汝岱、陈斌开的截面数据分析显示，高等教育支出对居民消费有显著的挤出效应。1999年高等教育改革不仅使家庭的教育支出大幅上升，而且高校扩招对居民的支出预期产生了影响，加强了家庭的预防性储蓄动机。何立新等通过实证研究发现，养老金财富对家庭储蓄存在显著的替代效应。

图4.6为标准化的私人部门储蓄率、私人部门边际储蓄率倾向和公共支出占比。在1999年之前，由于一系列经济改革的影响，私人部门储蓄率和边际储蓄倾向与公共支出占比的关系不太稳定；而在1999年之后，两者都与公共支出占比呈相反方向变动，并且私人部门储蓄率和边际储蓄倾向的变动稍滞后于公共支出占比的变动。在社会的年龄结构和消费习惯基本稳定时，文教、科学卫生等方面的投资不足将使居民不得不增加储蓄，以应对这方面的开支；而当政府增加文教、科学卫生等方面的投资时，居民则可以减少这方面的投入。另外社会保障对非国有企业也有同样的影响。如果政府降低社会保障支出，将公共财政在社会保障方面的职能转嫁给非国有企业，则非国有企业不得不增加储蓄。

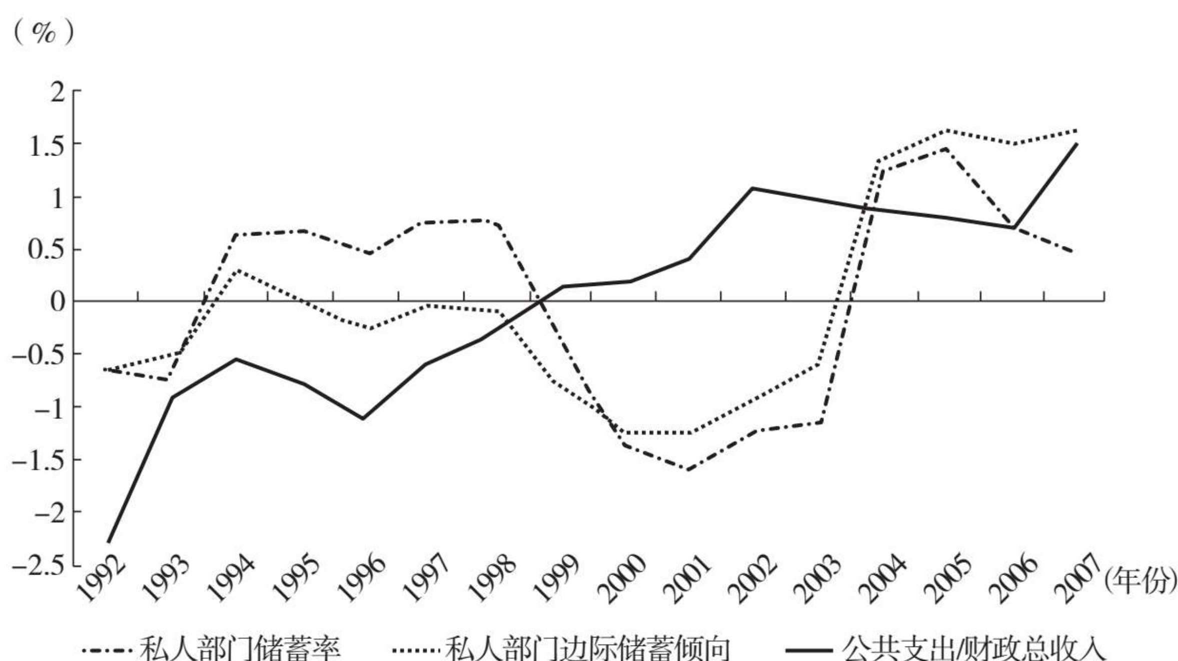


图4.6 1992—2007年标准化的私人部门储蓄率、私人部门边际储蓄倾向和公共支出占比

（四）高储蓄率的公共财政假说的提出

通过以上分析，我们可以提出我国高储蓄率的如下公共财政假说。中国储蓄率持续高涨，是由政府的盈利性动机及其对公共财政职能的执行产生的挤出效应推动的，即国有企业在2000年之后盈利能力的改善，使政府有动机增加储蓄以对其扩大投资，而在文教、科学卫生和社会保障方面的开支则不足。公共支出不足带来了两个方面的效应：一方面，形成政府和国有企业的高储蓄率，即较高的公共储蓄率；另一方面，由于政府没有较好地履行公共职能，居民和非国有企业不得不进行预防性储蓄，也形成较高的私人部门储蓄率。这两个方面的综合作用造成了2000年之后我国储蓄率的持续攀升。这一假说又是建立在以下三个基本假设基础上的。

假设1：政府在短期内具有自利性。

假设2：政府的经济行为受到其预算（软）约束的限制。

假设3：私人部门存在预防性储蓄动机。

这里的政府包括中央政府、中央政府部门（主要指财政部门）和地方政府。尽管中央政府具有泛利性，但地方政府和政府部门在短期内具有自利性。政府的自利性，指的是政府在进行经济决策时，追求自身利益最大化，而不是社会福利最大化。长期来看，中央政府的泛利性在改革进程中发挥着重要作用；在短期内，政府的自利性，特别是各级地方政府和政府部门的自利性，也非常突出。政府组织的自利性和政府官僚的自利性扭曲了一些重要的经济决策，特别是当政府自身利益与政绩相一致时，经济决策与社会福利最大化的目标将偏离得更远。奥尔森认为，“随着时间的推移，边界不稳定社会中容易积累旨在集体行动的合谋和组织”。中国的情形可能更加复杂，政府政绩评估、中央和地方的财政分权、政府官员升迁和政府换届以及政府收支的监管困难等因素，都可能造成政府在短期内的自利性。然而政府的自利性并不能被无限放大，其经济行为受到预算（软）约束的限制。

在这三个假设的基础上，可以提出两个有待检验的命题：

命题1：当国有企业绩效上升时，政府的短期盈利性动机将使公共部门储蓄率上升；

命题2：政府盈利性行为对公共职能的执行产生挤出效应，进而使私人部门储蓄率上升。

命题1意味着，公共部门储蓄率与国有企业绩效有紧密联系。当国有企业绩效上升时，具有短期自利性的政府将更倾向于投资国有企业来获取政绩和利益，从而使公共部门储蓄率上升。而命题2意味着，在政府的预算（软）约束条件下，对国有企业的直接投资将对公共支出产生挤出效应，私人部门出于预防性动机，将提高储蓄率。

四、高储蓄率公共财政假说的实证检验

本文利用1996—2006年全国30个省的面板数据对上述假说命题进行检验。在实证检验过程中，我们关注政府的公共支出对各部门储蓄率的影响。检验的回归模型为：

$$PUBSR_{it}=\alpha_1+\alpha_2 SOEPERF_{it-1}+\theta X_{it}+\mu_{it} \quad (1)$$

$$PUBEXP_{it}=\beta_1+\beta_2 SOEPERF_{it-1}+\lambda Y_{it}+\varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$PRISR_{it}=\gamma_1+\gamma_2 PUBEXP_{it}+\varphi Z_{it}+\omega_{it} \quad (3)$$

其中，PUBSR为公共部门储蓄率，PUBEXP为政府公共支出占GDP的比例，PRISR为私人部门储蓄率，SOEPERF为国有企业资产利润率，X、Y和Z分别为模型（1）、（2）和（3）中的控制变量向量。μ_{it}、ε_{it}和ω_{it}为残差项。α_1、β_1和γ_1为各回归模型的截距项，α_2、β_2、γ_2为关键变量系数，θ、λ、ϕ为各模型控制变量的系数向量。

按照第二部分的假设，推动公共部门储蓄率变化的主要原因是政府的盈利性动机，这种盈利性动机使政府在国有企业绩效较高时增加对国有企业的直接投资，进而使公共部门储蓄率上升，而这种盈利性动机同时对政府的公共支出产生挤出效应，使政府的边际储蓄率倾向上升，即α_2应该显著为正，β_2应该显著为负。政府的公共支出又影响着私人部门的储蓄率，控制收入因素和人口结构因素之后，当政府减少公共支出比例时，也将使私人部门储蓄率上升，即γ_2应该显著为负。

（一）变量说明

第一，储蓄率。由于没有各省的资金流量表，在实证检验时，国民储蓄率的计算按照第一种方法，即为GDP减去社会最终消费之后的余额占GDP的比例。各省的公共部门储蓄率为（地方总收入+预算外收入+国有企业利润-政府消费）/各省GDP，而私人部门储蓄率为国民储蓄率与公共部门储蓄率之差。其中，地方总收入包括财政决算总收入、

中央补助收入、省补助计划单列市收入、国债转贷收入、国债转贷资金2015年结余和地方总收入2015年结余。计算储蓄率的各省GDP和政府消费数据来源于各年的统计年鉴，地方总收入、预算外收入和国有企业利润数据则来自各年的财政统计年鉴。

第二，公共支出占比和国有企业绩效。公共支出占比指政府的公共支出占GDP的比重。政府公共支出一般包括公共工程支出、公共教育支出、社会保障支出、医疗保健支出、公共科技支出、公共文化事业支出和行政管理费支出等。由于本文关注的是公共支出对私人部门储蓄率的影响，而且在很大程度上，政府的基础建设支出是对国有企业的直接投资，因此本部分的公共支出定义为文教、科学卫生、社会保障支出和行政管理费支出。公共支出占比代表政府执行公共职能的程度。当公共支出占GDP的比重下降时，政府的公共职能被部分地转嫁给私人部门，而私人部门为了应对教育、医疗等方面的开支，不得不增加储蓄。本文使用的文教、科学卫生、社会保障和行政管理费数据，来源于各年的财政统计年鉴。国有企业绩效用国有企业资产利润率来表示，其数据也来源于各年的财政统计年鉴。

第三，其他控制变量。绝对收入假说认为，储蓄率是当期收入的一定比例；而生命周期假说则认为，在每一个时点上，家庭会根据一生的全部预期收入来安排消费和储蓄，以实现终生效用的最大化。人的一生大致可以分为少年、青年、中年和老年四个时期，在青年和老年阶段，消费会大于收入，而在中年时期，消费一般小于收入。因此如果社会上青年和老年人口比例相对增加，则储蓄率也会降低。莫迪利安尼和曹实也通过实证研究发现，中国的储蓄率是经济增长和人口结构共同作用的结果。本文在模型（1）中将人均GDP以及人均GDP增长率作为控制变量，考虑到各省公共开支绝对值的差异，也引入人均公共开支作为控制变量。此外，模型（2）还引入少年人口抚养比（Young）和老年人口抚养比（Old）两个变量作为人口结构控制变量，其中Young为社会中0 ~ 14岁人口数相对15 ~ 64岁人口数的比例，Old为社会中65岁及以上人口数相对于15 ~ 64岁人口数的比例。

考虑到已有文献的研究，本文也讨论了利率、通货膨胀率、性别比例对储蓄率的影响。另外，还引入了代表东部地区和中部地区的虚拟变量来考虑省际差异。所有控制变量的数据均来源于各年的统计年鉴和财政统计年鉴。

表4.1 数据说明和数据描述（1996—2006年30个省）

变量名	定义	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
国民储蓄率	（GDP– 最终消费支出）/GDP	330	43.28%	9.26%	8.84%	59.55%
公共部门储蓄率	（地方总收入 + 预算外收入 + 国有企业利润 – 政府最终消费）/GDP	330	5.71%	4.87%	–4.34%	23.40%
私人部门储蓄率	国民储蓄率 – 公共部门储蓄率	330	37.57%	11.22%	–1.12%	58.06%
公共支出占比	公共支出 / 公共部门可支配收入	330	26.60%	6.21%	8.40%	51.58%
国有企业资产利润率	国有企业利润 / 国有企业资产总额	330	0.21%	1.60%	–4.60%	7.68%
人均 GDP（单位：万元 / 人）	GDP/ 总人口数	330	1.07	0.86	0.20	5.77
人均 GDP 增长	（本期人均 GDP– 上一期人均 GDP）/ 上一期人均 GDP	330	10.01%	2.50%	3.00%	23.70%
人均公共支出（万元 / 人）	公共支出 / 总人口数	330	4.28%	3.61%	0.41%	24.86%

续表

变量名	定义	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
少年人口抚养比	0–14 岁人口数 / 15–64 岁人口数	330	31.75%	8.53%	10.45%	52.70%
老年人口抚养比	65 岁以上人口数 / 15–64 岁人口数	330	11.04%	2.53%	6.13%	21.88%
性别比例	男性人口数 / 女性人口数	330	1.04	0.03	0.95	1.13
利率	一年期活期存款利率	330	3.15%	1.72%	1.98%	7.47%
通货膨胀率		330	1.67%	2.85%	–3.60%	11.60%

注：1. 所有数据均来源于各年的统计年鉴和财政统计年鉴；

2. 由于重庆从1996年开始才成为直辖市，而2007年的公共支出统计口径有调整，因此本文只使用1996—2006年的数据；

3. 由于西藏的地方总收入主要来源于中央补助，因此将西藏从数据中剔除，最后本文使用的是30个省11年的面板数据；

4. 公共部门指政府和国有企业，私人部门指居民和非国有企业；公共支出仅仅指中央和地方的文教支出、科学卫生支出、社会保障支出和行政管理费支出之和。

（二）回归结果

本文主要使用固定效应模型、随机效应模型和SUR（Seemingly Unrelated Regression）进行拟合。本文先分别用固定效应模型、随机效应模型对模型（1）和模型（2）进行拟合，然后使用SUR模型进行同时估计。

考虑到使用数据的时间跨度偏大，而且伍德里奇和德鲁克（Wooldridge & Drukker）的序列相关检验表明，直接进行模型估计存在序列问题，因此所有模型都使用AR（1）

$$u_{it}=\rho_1 u_{it-1}+e_{it}$$

的误差项设定，即，

$$\varepsilon_{it}=\rho_2\varepsilon_{it-1}+\omega_{it}$$

其中，e_{it}和ω_{it}为白噪声。

模型（1）的估计结果［表4.2第（1）和第（2）列］显示，豪斯曼检验（Hausman Test）的P值为0.928，表明随机效应模型更加合适。从系数的显著性上来看，国有企业资产利润率、公共部门可支配收入增长率和利率都在1%显著性水平下显著，而CPI在5%显著性水平下显著。从系数的符号上来看，无论是固定效应模型还是随机效应模型，国有企业资产利润率均在1%显著性水平下显著为正，这与命题1的结论相一致。此外，无论是固定效应模型还是随机效应模型，公共部门收入增长率和利率的系数均显著为正，CPI的系数显著为负，这与生命周期假说一致。

对模型（2）的估计结果［表4.2第（3）和第（4）列］显示，豪斯曼检验的P值为0.685，说明随机效应模式更为合适。从自变量的显著性分析，滞后一期的国有企业绩效都对公共支出占比有负向影响。这与本文的命题2一致。国有企业绩效上升之后，政府的国有企业投资可能对公共支出产生挤出效应。而经济越不确定的时候，政府执行公共职能越需要增加公共支出，从而使公共支出占比增加。

表4.2 固定效应模型、随机效应模型和SUR回归结果

	PUBSR		PUBEXP		PRISR		PUBSR	PUBEXP	PRISR	PUBSR	PUBEXP	PRISR
	（1）	（2）	（3）	（4）	（5）	（6）	（7）	（8）	（9）	（10）	（11）	（12）
模型类别	FE	RE	FE	RE	FE	RE	SUR			SUR		
公共支出占比					−0.803***	−0.912***			−2.396***			−2.418***
					（0.228）	（0.225）			（0.209）			（0.209）
国有企业资产利润率	0.470***	0.875***	−0.901***	−0.909***			0.589***	−1.749***		0.561***	−1.747***	
	（0.136）	（0.148）	（0.290）	（0.288）			（0.157）	（0.212）		（0.154）	（0.212）	
部门收入增长率	0.084***	0.090***			0.225***	0.212***	0.076***		0.121***	0.074***		0.118***
	（0.006）	（0.007）			（0.025）	（0.024）	（0.009）		（0.030）	（0.008）		（0.030）
利率	1.020***	0.477***			−1.113*		0.885*		−0.204	0.608		−0.0397
	（0.323）	（0.174）			（0.607）		（0.520）		（0.816）	（0.445）		（0.803）
CPI	−0.120**	−0.123**			−0.169**	−0.200***	−0.0776		−0.291***			−0.331***
	（0.051）	（0.053）			（0.084）	（0.075）	（0.069）		（0.107）			（0.102）
Young			−0.083		−0.024				−0.297***			−0.296***
			（0.121）		（0.085）				（0.055）			（0.055）
Old			0.133		−0.172				−0.506***			−0.511***
			（0.232）		（0.157）				（0.139）			（0.139）
性别比例			0.001		−0.086				−0.338***			−0.340***
			（0.106）		（0.068）				（0.075）			（0.075）
时间变量	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
常数项	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有	有
地区虚拟变量	无	有	无	有	无	有	有	有	有	有	有	有
Hausman Test	0.928		0.685		0							
观测值个数	270	270	270	270	270	270	270	270	270	270	270	270
组数	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
R-squared	0.482	0.326	0.089	0.337	0.399	0.580	0.427	0.452	0.635	0.427	0.452	0.636

注：括号内的值为回归系数的HSK Robust标准差；***代表在1%显著性水平下显著，**代表在5%显著性水平下显著，*代表在10%显著性水平下显著。

对模型（3）的估计结果主要为表4.2第（5）、（6）列，其中第（6）列为采取每次删除最不显著指标的建模策略后的最终回归结果。从系数显著性上来看，公共支出占比都在1%的显著性水平下显著为负，也与命题2的结论一致，即我国国民高储蓄率倾向的变化与政府的公共支出占比具有显著的负相关关系，并且政府增加公共支出占GDP的比重，可有效降低私人部门储蓄率。

公共部门储蓄率和私人部门储蓄率之间可能还存在相互影响。从总体数据上来看，1995—2006年公共部门储蓄率和私人部门储蓄率之间的相关系数为-0.215，而分省的数据表明这期间的相关系数更高达-0.584。更加合适的估计方式为将模型（1）（2）（3）同时进行估计。表2第（7）（8）（9）列，（10）（11）（12）列为模型（1）（2）（3）的SUR回归结果。从回归结果的显著性上来看，国有企业资产利润率和公共支出占的系数比均在1%的显著性水平下显著，前者显著为正，后者显著为负，与本文命题1和命题2一致。

在公共部门储蓄率的回归方面，公共部门可支配收入增长率在1%显著性水平下显著，这与模型（1）和（2）的回归结果一致，也支持命题1。SUR的公共部门储蓄率回归结果表明，利率不再显著。在表2的回归结果第（11）列中，国有企业绩效对公共支出占比有负向影响。在私人部门储蓄率方面，私人部门人均可支配收入增长率、Young和Old均显著，这一结果与生命周期假说一致。按照生命周期假说，人均可支配收入与人口结构会影响私人部门储蓄率。而少年人口和老年人口是主要的消费群体，青年才是主要的储蓄群体。如果少年抚养率或老年抚养率上升，中、青年人口的比例相对下降，则会使储蓄率下降。CPI的系数显著为负，是因为对私人部门来说，当CPI上升时，储蓄的实际价值下降，私人部门会更倾向于消费而不是储蓄。

总的来说，近几年的实证结果表明，正如高路易和李扬、殷剑锋曾经指出的，真正推动中国储蓄率持续攀升的重要因素表面是政府和企业，实质是政府和国有企业的联动效应，使政府盈利性动机对其公共财政职能产生挤出效应，进而使公共部门储蓄率和私人部门储蓄率上升。因此如果要降低国民储蓄率以扩大内需，应该一方面关注政府的盈利性动机，使资源能够更加有效地配置；另一方面还应关注政府的公共财政职能，增加公共支出，特别是教育、医疗卫生和社会保障支出占GDP的比例。

五、结论及启示

本文建立了我国高储蓄率的政府部门的公共财政假说，并从实证上对其进行了检验。

虽然已有学者在文献上提出，政府和企业部门储蓄行为是促使我国储蓄率近几年持续攀升的主要原因，但是，一方面，他们并没有考虑国有企业绩效和政府公共财政职能在其中的重要地位；另一方面，这些研究缺少实证分析的支持。通过将国民储蓄率分解为公共部门储

蓄率和私人部门储蓄率，我们就能够分析造成国民储蓄率攀升的微观内在机制，并从实证上对其进行检验。

本文的研究表明，传统的绝对收入假说、生命周期假说等理论虽然能够为我国国民储蓄率高于其他国家的现象提供解释，但是很难解释我国储蓄率从1992年到现在的变动，特别是2000年之后的持续攀升。本文认为，这是因为国有企业盈利能力增强之后，政府的盈利性动机使其对国有企业进行直接投资，从而使公共部门储蓄率上升；而这种直接投资又对政府公共财政职能产生挤出效应，进而使私人部门储蓄率也上升。从实证结果上来看，公共部门储蓄率与国有企业绩效之间以及私人部门储蓄率与公共支出占比之间都有很强的相关性，为本文的假说提供了支持。

中国国民储蓄率的高涨态势是否会持续下去，取决于政府对其盈利性动机的控制和公共职能执行的力度。由于在政府预算约束条件下，其盈利性动机往往与公共职能的执行相冲突，如何控制地方政府的这种盈利性动机，促进公共财政职能的执行，将对降低国民储蓄率至关重要。

2008年以来，我国国民储蓄率呈下降趋势。其中，居民储蓄率变动趋势相对平稳，政府和企业部门储蓄率变动相对显著。人口总量及其结构变动，是影响居民储蓄率长期趋势的首要因素；而近年来社会保障体系建设和民生支出扩大，也在很大程度上减少了居民的预防性储蓄，对此应给予正面评价。政府部门储蓄率的下降，主要是国有企业资本回报率下降引致的政府公共支出扩大。其背后的根源，则是人口结构变化和要素价格改革的深化使资本回报率回归常态。从金融角度看，微观层面企业所面临的各类经营成本上升，首先都会表现为融资需求及相应的融资成本问题，仅着眼于通过释放流动性、以货币刺激政策代替结构性改革，初期可能有一定的逆周期效果，但随着投资回报率下降，最终债务增长会越来越快于利润增长，只可能带来杠杆率攀升和资产泡沫。

1. 本文发表于《中国社会科学》2010年第6期。

中央与地方财政关系对经济波动的影响[注]

中央与地方财政关系是各国财税体制的核心环节，对我国这样一个大国经济体更是如此。特别是我国经济增长长期依赖投资拉动，而地方政府作为一类重要投资主体，其行为变化更是会对投资增速产生重要影响。近年来，尽管消费对增长的贡献率逐渐上升，但由于投资的波动性远大于消费，加之出口贡献率由正转负带来的巨大空白，投资增速对增长波动的影响实际上反而有所增强。而就投资结构来看，随着制造业投资的持续下滑，与央地财政关系十分密切的基建和房地产投资已成为投资甚至整个经济增速边际波动的决定性因素，同时也会对财政金融甚至整个系统性风险的演进产生重要影响。

一、地方政府融资渠道收紧，对实体经济“去杠杆”将带来经济下行压力

2017年5月，财政部发布了《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50号）和《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87号）。这两个文件是对近几年来一系列防范和化解地方政府性债务风险的措施的延续和加码，对平台融资、提供担保、PPP、政府投资基金/产业基金、政府购买服务等违法违规融资行为实现政策全覆盖，全面堵住地方政府违规进行融资担保或变相融资担保形成地方政府或有债务的可能性。

2014年，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）剥离了地方融资平台的融资职能，要求地方政府不得再通过融资平台举借债务。2015年，新《预算法》开始允许省级政府发行债券，发债规模由中央审批。然而，由于纳入预算管理的地方政府债券规模有限，不能满足地方“稳增长”的支出需要，43号文件和新《预算法》不可能完全落实。为弥补资金缺口，地方政府不得不通

过PPP项目融资、政策性银行融资支持、政府引导基金和专项建设基金等方式规避对地方融资平台融资功能的限制。

当前，全球经济还没有彻底走出2008年国际金融危机的影响，中国经济也没有从投资驱动型增长模式彻底转型，在中国经济增速下行压力较大的背景下，地方政府竞争（“招商引资”和基础设施投资）是支撑经济平稳运行的“发动机”，是逆周期宏观经济政策的重要支柱。在真正向地方政府下放自主举债权力之前，在“正门”没有完全打开的情况下，一味封堵地方政府变相举债的“后门”将加大经济运行的困难，非但不能化解经济金融风险，反而可能酝酿新的风险点，成为触发系统性风险的“扳机”。因此，我们必须在“稳增长”和“防风险（去杠杆）”两个目标之间取得平衡，防范地方政府性债务风险的措施不可用力过猛，以免出现“一收就死”的情形。尤其是当前情况下，如果同时加强财政监管、金融监管、房地产监管，政府部门、金融部门、居民部门一窝蜂地去杠杆，很可能会造成实体经济不必要的较大波动。而在财政、金融以及与居民部门杠杆率密切相关的房地产领域中，财政信用的扩张与收缩既是影响政府性投资——基建投资的关键因素，同时在事实上也是金融以及房地产部门信用扩张的重要支撑，是决定短期经济波动的一个关键因素。

从历史上来看，由于我国没有理顺中央与地方财政关系，地方政府行为曾多次陷入了“一收就死、一放就乱”的怪圈。

在计划经济时期，我国的财政管理实行的是统收统支、中央与地方财政大一统格局，地方基本上没有财政自主权。（一收就死。）

改革开放初期，在财政包干体制下，地方政府的财政自主权有所增加，出现了地方政府隐瞒收入、侵蚀中央税收的现象，导致“两个比重”（财政收入占GDP的比重和中央收入占财政总收入比重）不断下降的问题。地方间不当竞争的做法也时有发生，比如互设障碍、争夺税基，或是通过政策洼地，搞过度让利式的吸引外资。（一放就乱。）

1994年的分税制改革以财政集权和提高“两个比重”为目标，将增值税、消费税等主要流转税的收入大头都收归中央；1995年《预算法》第28条规定，“地方不列赤字，不得发行地方政府债券”，限制了地方政府的举债权。地方政府的财政能力被大幅弱化，中央防止经济过热的宏观调控能力得以增强，在1997年成功实现经济“软着陆”。然而，1998—2002年，受亚洲金融危机的冲击，叠加地方财力被削弱的因素，中国经济运行处于一个比较艰难的时期。（一收就死。）

在分税制改革中，中央把土地使用权出让收益留给了地方，随着1998年住房制度改革和房地产市场的发展，以及2004年实行土地“招拍挂”制度，地方政府找到了新的财源，以“经营城市”为名，对“土地财政”依赖度上升。为应对2008年国际金融危机的冲击，以“土地财政”为杠杆支点，地方政府通过融资平台在预算外举债的现象大量涌现。由于对融资平台债务缺乏统一的规范性管理措施，不透明的地方政府隐性债务快速膨胀，据估计，2015年地方政府性债务规模已达到GDP的40%。（一放就乱。）

二、目前的整顿方式会导致财政风险金融化

在预算管理制度比较完善的国家，政府债务与非政府债务存在严格的边界；然而，中国地方政府融资平台的债务背后往往隐含着政府信用担保和兜底预期，处在政府与非政府之间的模糊地带，属于准政府债务。在没有厘清政府与市场的边界、财政与金融的边界之前，财政部主导出台的各项规范性文件，将一些隐性债务划出政府债务，只是撇清财政部门的偿债责任，对化解风险没有帮助。事实上，在央地财政关系没有理顺、地方政府缺乏稳定可靠财力的体制制约下，做大GDP很大程度上仍是地方政府解决其财政收支矛盾的理性选择，地方政府往往不会因为上级财政部门在法规文件上不承担偿债责任或收紧监管，就真的不去变相举债投资。相反，近年来尽管融资平台的不良贷款和发行的城投债违约风险有所下降，但只是把债务从表内转向表

外，把贷款转为同业投资，把债务转向了所谓的股权、基金，整体风险和监管难度并不一定就真正下降了，形式更为隐蔽、渠道更为复杂、监管更为不易的各种金融风险仍不容忽视。无论是前几年平台债务的爆发式增长，还是近年来乱象丛生的新式违规，都集中指向了在体制上加快理顺央地财政关系、赋予地方财政稳定收入来源的重要性、紧迫性。否则单单靠行政命令去落实《预算法》，只能撇清法律形式上的偿债责任，实际风险反而因为各种不规范的变相举债而增大。

三、目前的整顿措施没有充分考虑地区差异性

近期推出的地方政府性债务规范管理措施还存在政策“一刀切”的问题，没有反映各地区经济发展水平和负债能力的差异。有的地区债务风险已经比较明显，有的地区还有一定的“加杠杆”空间，后者完全可以继续发挥“稳增长”的积极作用。从体制机制的更深层次上看，之所以政府部门加杠杆、去杠杆容易出现与当地实际财政风险不一致的“尴尬”，与中央集中事权和财力偏多、地方财政独立性不够的现行财政体制不无关系。

四、对平衡“稳增长”与“去杠杆”的政策建议

债务与增长是一对孪生兄弟，为了在“稳增长”与“去杠杆”之间求得动态平衡，必须改革中央与地方财政关系，完善地方政府举债框架。

一是完善政绩考核体系，淡化GDP目标，正确引导地方政府的行为。

二是改革地方政府债务管理框架，既赋予地方政府主动作为的空间，又要建立硬约束机制，防止地方政府乱作为。一方面，要建立“一级政府、一级财政、一级预算、一级税收权、一级举债权”体系，各级政府的财政相对独立、自求平衡，放松中央政府对债务额度

的行政性约束，提高地方政府举债额度，彻底打开地方政府规范融资的“正门”，避免“一收就死”；另一方面，要建立有效的约束机制，避免“一放就乱”。相关举措有：完善治理体系，提高债务信息的透明度，充分发挥金融市场的约束作用。发挥地方人大的约束作用，由地方人大自主决定发债的额度、期限和利率。建立地方政府破产制度，对地方政府预算管理形成硬约束。所谓政府破产，仅指财政的破产，而不是政府职能的破产。政府破产制度是对地方政府的约束，不是对居民的惩罚，普通公众享受的基本公共服务不太会受到明显影响。比如，从1980年以来，美国共有40多起地方政府宣布破产的案例，其中比较著名的是1994年加州橙县政府破产，当时解雇了2000名公务人员以节省工资支出，但政府仍需提供一般公共服务。事实上，正是考虑到地方政府作为公共服务提供主体的特殊性，无论是否明确实施破产法的国家，地方政府破产带来的债务重组机会所获得的偿债缓冲甚至免除的“收益”，都要大于公开融资渠道中断以及信誉受损等“成本”。比如，《美国破产法》第9章（第903条）“对州政府管理地方政府权力的保留”明确指出，本章并不限制或者削弱州政府对该州内部或该州下属的地方政府进行政治或政府活动（包括这些活动的花销）时的管理权力，无论是通过立法还是其他手段。

三是借鉴财政联邦制的有益做法，加快理顺中央与地方财政关系，这是从根本上提升财政资金配置效率、降低财政以及金融风险的制度保障。综观全球，大国经济体无论是联邦制还是单一制国家，财政联邦制都是主流模式，地方财政都具有一定的独立性。对我国这样一个处于转轨之中、各地情况差异较大的经济体而言，地方财政更应具有一定的独立性，特别是类似房产税是否应该以及如何征收这类事权，无论从外部性、信息复杂性还是激励相容性考虑，都应由地方主导决策，不一定要由中央统一规划。

四是要加强财政金融政策协调。无论是“稳增长”还是“去杠杆”，都需要加强财政和金融政策的协调。就当前情况而言，如果财政去杠杆叠加金融监管去杠杆，就很容易使货币政策陷入两难，不放

松流动性可能带来整体金融环境进一步收紧，对实体经济造成伤害，放松流动性则会在更大程度上积聚风险。事实上，在政府融资日益债务化、金融化的背景下，金融市场的变化对财政融资条件的影响已很直接，相互之间的风险传递也很容易，基本上是一荣俱荣、一损俱损，我们需要站在防控系统性风险的立场上加强政策协调和统筹。

---

1. 本文系笔者于2017年6月19日在“中国宏观经济论坛——2017年中期”的发言，原题为“重视中央地方财政关系对经济波动的影响”。

市政债券支持城镇化融资[注]

一、问题的提出

城镇化是我国当前和今后一个时期经济发展最大的内需潜力所在，也是推动经济转型和深化改革的重要抓手。但是，由于面临土地、资金等各种资源约束，在推进城镇化的过程中不可避免会遇到一系列问题。特别是当前我国正处于城镇化的快速发展阶段，需要在较短时间内投入大量、集中的市政建设资金，资金短缺的问题尤为突出。同时，我国地方政府财权与事权不对等的状况加剧了城镇化建设的资金压力。1994年的分税制改革上收了财权却没有相应上调事权，因此尽管地方政府尤其是城市政府承担了大量基础设施、公共事业和公共服务建设任务，却又没有专门为城镇化建设设立的税种。此外，地方政府受《预算法》限制，无举债权，无法通过直接举债筹集资金。因此，在当前及未来一定时期内，我国城镇化将面临较为严峻的建设资金短缺问题。

在当前体制下，我国城镇化建设的资金来源主要有三个渠道。一是土地出让收入。根据我国现行法律法规，土地出让收入由市县政府征收管理，可纳入地方国库。因此，地方政府往往采取“土地财政”的方式，将通过土地拍卖获取的收益用来补充城镇化建设的资金缺口。二是以银行贷款为主的项目融资安排，包括地方政府融资平台融资。当仅凭土地出让收入无法满足城镇化建设的资金需要，又因为《预算法》约束无法直接举债时，地方政府只能通过变相的方式，通过设立特殊目的公司（SPV），即融资平台来举债，这相当于地方政府的隐形负债。这些融资之所以可以通过举债的方式进行，往往是因为融资平台在未来拥有针对特定项目的收费权和现金流，或者具有对相关公共服务的价格管理权，如确定将来市政供水价格、收费公路定价

等，实质上就是凭借未来的收入在当前融资并用于市政建设。三是其他收入。地方政府在财政压力之下为增加收入，还使用各种收费、预算外收入等，致使不少财政收支活动处于灰色地带。由于前两种渠道筹集的资金构成了当前城镇化建设资金来源的主流，因此有人将现行的城镇化融资模式概括为“土地财政+地方政府融资平台负债”的模式。

从短期来看，当前的融资模式具有一定的合理性，客观上也对城镇化建设有所帮助，但从长远来看，这种模式不仅面临着融资成本上升、债务风险因经济增速下降等因素带来的资金供给挑战，更重要的是，由于存在信息不透明和缺少约束的弊端，这种融资模式不具有可持续性，还潜藏着财政金融风险。近年来地方政府债务增长过快的问题已经引发了各方的高度关注，成为经济和金融稳定的一大隐患。面对这种情况，如果依靠行政手段、采用“堵”的办法，只会使地方政府转而通过“影子银行”等渠道借债，不但没有达到规范地方政府举债行为的效果，反而增加了融资成本，加剧了债务负担。因此，如何解决城镇化的可持续融资需求，成为推动我国城镇化健康发展必须考虑的问题。

与发达国家相比，我国处于快速城镇化的过程中，具有较短时间内需要大量、集中的市政建设资金投入，但地方政府财力相对薄弱的特点。由于城市基础设施和公共设施的改善、公共服务能力的增强都会带来城市未来价值的提升，即当期的城镇化建设投资效益体现在未来，因此，当仅靠历史积累和当期收入无法满足城镇化的巨大资金缺口时，可考虑把城镇化建设的未来收益平移到当前来使用，再通过未来收入进行偿还。实现城市建设投入在时间轴上的平移的典型做法，是采用市政债和财产税相结合的方式。允许地方政府（一般是城市政府）通过在金融市场上发行市政债筹集资金，支持当前的城市化建设，同时完善相关财税制度安排，赋予地方政府与城镇化建设事权相对应的征税权（主要是财产税），并通过财产税收入、使用者付费（如高速公路、自来水项目等收费）等综合收益偿还地方政府的城镇

化建设负债，从而完成城市建设投入在时间轴上的平移。从国际实践来看，只有将市政债和财产税搭配起来使用时，才能形成比较有效率的、具有良好约束机制的平移，任何单一工具都难以做到这一点。如果只有财产税而不搞市政债，则当期资金缺口无法弥补。如果只有市政债而不搞财产税，投资人会对市政债稳定、可预期的偿债来源产生较大疑问，影响到其投资信心，从而可能会使市政债要么发不出去，要么融资成本很高。

二、市政债融资的国际经验

在国际上，市场化融资是城镇化融资的主流。其中，发行市政债是城镇化融资的主要渠道。从全球范围看，世界上53个主要国家中有37个国家允许地方政府发债。目前，采用市政债券融资的国家中，既有联邦制的国家，如美国、德国，也有单一制国家，如日本；既有转型国家，如波兰，也有发展中国家，如印度、印尼。以美国为例，截至2012年年底，市政债余额已达3.7万亿美元，占债券市场余额的比例约为10%。

从市政债券的种类看，大体可分为一般责任债券（general obligation bond）和收益债券（或收入债券，revenue bond）两类。一般责任债券由各级地方政府发行，以发行者的税收能力为还款支撑。收益债券由地方政府的授权机构或代理机构为特定基础设施建设项目而发行，其偿债资金来源于这些设施有偿使用带来的收益。市政债券所筹资金的使用范围限于社会公益性项目或基础设施建设，不得用于政府经常性支出，因此也多为长期债券，最长可达数十年。

从市政债券的偿债资金来源看，较为常见的做法是通过如下组合方案来解决偿债资金问题：一部分通过向使用者收取费用来获得；另一部分通过专项的目的税（如财产税）获取；仍有不足的，可以通过一般财政收入进行补充。具体来说，如果公共产品更多地偏向于少数人或者特定人使用，就可以主要依靠向使用者收费来解决偿债资金问

题，如电力、供水等公用设施的偿债资金来源在多数国家均以使用者付费为主；如果具有更多的公共性特征，而且难以实现使用者付费，就可以更多地依靠财产税和一般财政收入来解决偿债资金问题，如城镇内道路、管线等基础设施的偿债资金问题在多数国家均以政府出资为主。

从市政债券的发行管理看，其核心环节是合理控制地方政府债务总规模，而不是单独控制地方政府发行债券的规模。联邦制国家各级政府财政上没有隶属关系，地方财权自主性较大，地方政府发行市政债券尤其是一般责任债券通常采用公众投票的方式决定是否举债和举债规模。例如，美国联邦政府没有规定各州债务规模的权力，但是美国50个州中，有47个州要求每年必须实现预算平衡。美国各州对市政债券发行规模控制的重点是一般责任债券，即重点控制以全部税收收入作为偿付来源的市政债券规模。以美国纽约市为例，其一般责任债券余额不得超过当年纽约市物业税收入的10%。对以市政项目运营收益为还款来源的收益债券，则视市政项目收益情况确定举债规模。对于单一制国家，由于中央财政与地方财政紧密关联，地方政府发行市政债券也需要得到中央有关部门的批准，并且通常会规定地方政府债务与地方财政收入挂钩的比例。比如，日本主要依靠实际偿债率这一指标对地方政府债务进行管理，如果地方政府实际偿债率超过18%，则需经过中央政府的审批，而不仅仅是向中央政府告知和咨询才可以举债。波兰则规定地方政府债务（含债券和银行贷款）的余额不得超过当地政府当年预算收入的60%，地方政府债务当年还本付息额不得超过同期地方政府预算收入的15%。

从市政债券的风险防范机制来看，各国均采取偿付保障机制来防范市政债券违约，保护投资者利益。美国、英国、日本、保加利亚等国采用偿债准备金制度。如美国政府规定，地方政府的偿债准备金数额可以为付息总额的100% ~ 120%，也可为债券发行值的10%。偿债准备金的来源包括发行溢价收入、发行人自有资金以及投资项目收益。此外，美国还建立了市政债券保险制度，由保险公司对市政债券进行

信用增进和担保，使市政债券的投资更加安全和可靠。美国市政债保险协会（MBIA）和美国市政债保险公司（AMBAC）是两家主要的市政债券保险公司，一般经其保险的债券均可达到标准普尔的最高评级AAA。历史数据显示，市政债券违约率显著低于公司信用类债券。1970—2000年这30年间美国10年期的市政债累计违约率仅为0.04%，而同期公司信用类债累计违约率达到9.83%。即使在美国出现严重的流动性危机时，市政债违约也极为罕见。例如，国际金融危机后的2008—2010年，美国市政债违约率分别占市政债当年未偿还总额的0.3%、0.06%和0.11%，远低于同等信用评级的公司信用类债券违约率。

从市政债券的市场化约束机制看，减少信息不对称成为市政债成功发行和有效市场约束的关键。主要做法包括强化信息披露、发挥评级机构作用以及鼓励本地居民购买市政债等。首先，在地方财政公开透明的基础上，各国市政债券监管重点转向强化市政债券的信息披露。公开的信息披露可以让投资者充分了解地方政府的相关信息，有利于市场和社会监督。例如，美国市政债券上市前后和存续期间要经有资格的审计机构对发行人的财务状况、债务负担和偿债能力等出具意见。澳大利亚的市政债券对发行主体及担保人的资信情况有定期披露机制。日本地方公债的发行、流通、偿还以及资金使用，均受专门的审计机构的审计监督。其次，合理发挥评级机构的作用。美国和澳大利亚各级政府发行市政债券时，必须经被认可的信用评级公司对其债务偿还能力和信用程度进行评级，并出具信用评级报告。最后，通过税收优惠鼓励当地居民购买市政债。当地居民对当地市政债资金的使用是否合理、有效率，以及偿债能力如何，都更为了解，因此以当地居民为市政债投资主体，也可减少信息不对称，增强对城市政府负债行为的约束。王军波、吴俊奇、张霄岭（Junbo Wang，Chunchi Wu，Frank Zhang）以美国市政债为例，认为市政债市场流动性要远小于美国国债市场，市政债市场交易清淡，很多市政债在发行后一般只交易几次，每周市政债交易量不足国债交易量的12%。为了减少信息不对称，美国政府从税收上鼓励本地居民购买市政债。美国国债仅免征

州和地方所得税，但不免征联邦所得税，而国内收益服务法（IRS）允许购买居住所在地市政债的投资者免交联邦所得税、州和地方所得税。

近期美国百年汽车城底特律破产事件生动地反映了市场化的约束机制是如何发挥作用的。2013年7月18日，美国密歇根州底特律市政府由于无法偿还高达180多亿美元的债务（其中约64亿美元为职工退休医疗费用、35亿美元为养老金负债、82亿美元为市政债券）而向当地法院申请破产保护。2013年12月4日，其破产申请正式获得法官裁决通过，但这一事件并未对美国的市政债市场造成严重影响。过去10多年来，由于美国本土汽车产业的不景气，产业结构单一的底特律市也陷于萧条，由此带来居民外迁和房价大幅下跌。由于一般责任市政债主要依靠财产税偿还，随着不动产的持续贬值，底特律市政府渐渐失去了对已发行债券的偿还能力。针对这一情况，评级公司陆续并持续地降低对底特律市市政债的评级。早在2009年年初，底特律市市政债就被评级公司下调为垃圾债而遭到绝大部分普通投资者的抛售，因此，大部分普通投资者并没有因底特律市政府的破产而承受巨大损失。另外，不断下调的评级使底特律市的融资环境持续恶化，难以通过发行新的市政债进行融资，只能通过裁员和减少服务来缩减财政性支出，以维持脆弱的财政平衡。

总之，国际经验表明，通过金融市场发行和交易市政债，可以充分发挥金融市场在资源配置方面的积极作用，并通过与信息披露、信用评级、市场化定价、投资者适当性、外部监督等制度安排的配合使用，对举债行为建立正向激励的市场化约束。

三、我国发展市政债的有关建议

当前和今后一段时间，我国城镇化建设资金需求持续增长和各地方政府财力相对不足的矛盾仍将长期存在，近期备受关注的地方政府融资平台问题就是这一矛盾的集中反映。综合运用市政债和财产税相

配合的手段，不仅可以为加快推进城镇化发展提供更好的资金支持，而且有利于解决当前地方政府融资平台的风险问题。考虑到我国财税体制改革正在进行，但建立一个规范、透明、可监督、能问责的地方政府财政预算体系需要一个过程，而近年来我国债券市场发展较快，债券市场托管总量接近30万亿元，世界排名跃居第四位，产品类型日益丰富，信用评级和信息披露等市场约束机制初步建立，机构投资者风险自负的意识也普遍形成，已经具备了引入市政债的基本条件。因此，应认真研究在我国引入市政债券，以市场化改革解决发展中遇到的矛盾和问题。

（一）短期内对城投债进行规范改造，使其成为名副其实的市政债券

近年来，地方政府通过发起设立城投公司的方式发行了相当数量的城投类企业债。从发行主体、资金使用和偿债来源等主要特征来看，城投债都与国外市政债券中的收益债券十分类似，可视为“准市政债”，即由地方政府的代理机构或授权机构发行，所筹资金主要用于公用事业或准公用事业，偿债主要依靠特定市政项目的投资收益。收益债券具有还款来源明确、未来收入可预期的优点，风险相对可控，而我国也积累了准收益债券的经验，因此在短期内可以将收益债券作为我国发展市政债券的主要突破口。对城投债进行规范改造涉及面较小，有利于起步阶段探索经验、完善制度，符合风险可控、稳步推进的原则，还能通过市场机制的硬约束来防止地方过度举债、促进地方预算管理更加公正透明，加强有关风险防范的制度性保障。

将城投债规范改造为市政项目收益债券，关键在于明确城投债发行企业独立的法律地位，将城投债从地方政府债务中剥离出去。对于已经由地方政府提供担保的存量城投债，应明确归为地方政府性债务，由地方政府承担偿还责任。对于增量城投债，一是明确地方政府不得为债券提供担保，发债企业以其自有资产对其债务承担责任。二是对发债企业提供财政资金补贴的，应明确财政资金支出责任并纳入

地方财政预算。三是坚持公开透明和市场约束原则，发债企业充分信息披露，接受投资者监督。改造城投债为规范的市政项目收益债券，有利于在不增加地方政府债务负担的情况下，为城镇化建设融资，提高市场对解决地方债务问题的信心。

（二）加强研究一般责任类市政债券，从长远角度建立地方政府适度举债的制度安排

2009年以来，为应对国际金融危机，中央财政开始尝试代理地方政府发债，不过由于这类债由中央财政代收代付，实质是以中央政府信用对地方进行担保，在缺乏透明度和必要的市场监督的情况下，难以对地方形成硬约束，可能引发道德风险。因此这种债难以被称为真正的地方政府债，实际是“准国债”。这种做法客观上强化了地方政府“搭便车”的思想，不利于培养地方政府的信用理念，也不利于推进地方政府债务和预算管理的规范化与透明化。因此建议今后不再采用中央财政代地方政府发债的方式，而要长远考虑，加强对一般责任类市政债券的相关制度研究，对地方政府举债做出规范性、制度性的安排，强化对地方政府举债的硬约束。

鉴于一般责任类市政债券既是金融市场产品，又与财政预算密切相关，可成立由财政部门牵头和中央银行、发改委等参加的跨部门工作小组，同时吸收地方政府、市场机构等参加，共同研究此类债券管理中的各类问题，如明确风险控制机制与底线、构建合理控制地方政府负债总水平的指标体系等，为相关产品的推出做好充分准备。借鉴国外经验，按照一般责任类市政债券规模应该与当地经济发展水平、财政可承受能力挂钩的原则，未来可以考虑在东部经济发达地区选择若干经济实力强、财政运作规范的省份或该省有代表性的城市，进行适度规模的一般责任类市政债券发行试点。通过试点积累经验，确定统一的基本发债标准，如地方政府负债总水平比例等，逐步建立和完善相关制度。

（三）以修改《预算法》为契机，完善地方政府债务管理的基本原则与法制环境

为防范风险，《预算法》明确规定“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”。但如前所言，客观需求促使地方政府通过各种渠道变相举债，反而加大了财政风险和金融风险隐患。近期《预算法》正在修改，有必要以此为契机，以建立公共财政为目标，确立地方政府债务与预算管理的基本原则。一是要在守住风险底线、收支总体平衡的大前提下，促进地方政府事权与财权相统一，根据实际情况有条件地赋予地方政府举债权，为地方政府融资“开正门，堵邪路”，实现地方政府负债的显性化。二是要结合地方政府的财政状况和客观需求，合理确定各级地方政府的债务总水平或指标体系，而不必强制规定地方政府能否采用发行债券或其他具体举债方式。三是要设计确实有效的制度安排，落实中央关于加强政务公开、让权力在阳光下运行的要求，推动地方政府债务和预算管理的规范化、透明化，增强硬约束，有效防止各类不规范、责权利不清晰和游离于预算监督之外的政府融资行为。四是要明确市政债券或地方政府债券的法律地位，适时出台税收优惠政策等相关配套法律规章，为建立中国的市政债券市场创造良好的法制环境。

（四）建立地方政府信用评估体系，培养地方政府信用评估队伍，增强信息透明度与外部约束

要推动我国市政债券良性发展，促进地方政府融资行为的公开透明，并充分发挥市场机制的外部约束与激励作用，建立一套科学合理的地方政府信用评估体系就变得至关重要。这就需要培养一支独立的、具有专业水平的地方政府信用评估队伍，对发债的地方政府的信用水平进行较为客观准确的评估，充分发挥风险揭示作用，供投资者决策参考，也为管理部门提供有效信息。在这个过程中，尤其要注意吸取从国外市政债券评级实践中总结出的教训，认识到地方政府信用与一般公司信用衡量的指标体系存在显著差异，不仅要考虑地方政府债务率、负债率、偿债率等一揽子硬数据指标，还要分析当地金融生

态情况。此外，评级机构收费模式改革也应吸取此次危机的教训，为避免向发行人收费造成的道德风险，应该积极探索向投资人付费的模式。

（五）引入当地投资者，减少信息不对称

当前我国银行柜台市场逐步扩大，可引进当地投资者为市政债投资主体，也可增强对城市政府负债行为的约束。城市政府的城镇化建设，有利于提高当地居民享受的基本公共服务的质量，因此当地居民有购买市政债予以支持的积极性。并且，当地居民对本地市政债资金的使用是否合理、有效率，偿债能力如何，都更为了解。如果资金使用不合理或举债过度，当地居民就可以直接向地方政府反映，甚至不购买其所发债券，这有利于市政债准确定价，并形成对政府负债的有效制约。当地居民持有债券的比例也会帮助其他投资主体做出正确投资选择。目前，我国银行间债券市场主要是机构投资者为主的市场。为了引入当地投资者，可考虑在当前八家柜台市场承办银行的基础上扩大范围，在发行市政债券时优先通过当地银行柜台市场出售给当地居民、企业和企业年金等。

---

1. 本文发表于《新金融评论》2013年第6期。

完善城镇化建设融资机制

协调推进城镇化建设是我国实现现代化的重大战略选择，是未来20年我国内需的最大潜力所在。当前，我国城镇化建设面临融资方式不规范和不可持续等问题，这既成为制约进一步推动城镇化的瓶颈，也潜藏一定的财政金融风险。如何为城镇化建设提供规范、稳定、可持续的资金支持，是一个重大课题。对此，可考虑总结国内外经验，采取财产税和市政债相结合的方式，将城镇化建设的未来收益用于弥补当前的建设资金缺口，并形成正向激励，建立可持续的城镇化融资机制。

一、建立可持续的融资机制是推动城镇化建设的迫切需要

城镇化是现代化的应有之义和基本之策，是促进我国经济社会发展、扩大内需的原动力。目前我国城镇化总体水平较低，发展潜力巨大。未来较长一段时间，我国城镇化将处于快速发展阶段。过去20年，我国城镇化发展较快，城镇化率年均提高1.2%，2011年已逾50%。但与发达国家和地区80%的平均水平相比，我国进一步推进城镇化还有很大的潜力。有机构预计，我国城镇化率到2030年将提高到65%～70%，城镇人口将增加3亿左右。要实现这一目标，从现在到2030年，我国城镇化率将保持每年一个百分点左右的速度快速发展，每年从农村向城市转移1000多万人口。当前，党中央、国务院对进一步推进城镇化做出了明确部署，我国城镇化将进入快速发展的新阶段。

解决资金保障问题对推进我国城镇化至关重要，与发达国家相比，我国城镇化建设资金缺口问题尤为突出。城镇化的过程也是普及基本公共服务的过程，需要在基础设施、公共事业和公共服务等方面进行大量投资，资金保障问题的解决对有效推进城镇化至关重要。欧美发达国家的城镇化建设资金缺口问题并不突出，这主要是因为它们

的城市化进程比较缓慢，经过了一二百年的时间，很少需要在一个时间段集中投入大笔资金来推进城市建设，而且发达国家的城市政府积累了相当多的财富，财政制度也比较成熟，因此多数城市的建设和维护可以做到以收定支，有多少钱办多少事。而我国处在快速发展阶段，在较短时间内需要集中投入大量的市政建设资金，地方政府财力又相对薄弱，换句话说，当前及未来一段时间，我国城镇化将面临较为严峻的建设资金短缺问题。

二、我国现行的城镇化融资方式存在一定问题与风险

长期以来，我国地方政府事权财权不对等的状况，加剧了城镇化建设的资金压力。1994年的分税制改革上收了财权却没有相应地上调事权。一方面，地方政府特别是城市政府承担了大量城市基础设施、公共事业和公共服务建设工作；另一方面，地方政府没有为城镇化建设筹资设立专门税种的权力，而且其掌握的地方税大多是比较零星、稳定性差的小税种，在存在较大建设资金缺口时，又受到《预算法》的限制，不能直接举债融资。为筹措建设资金，当前我国城镇化主要依靠三个渠道融资。一是土地出让收入。根据我国现行法律法规，土地出让收入由市县政府征收管理，可纳入地方国库。因此，在较大的资金压力下，很多地方政府往往采取“土地财政”的方式，用土地出让收入来补充财力，支持城镇化建设。二是以银行贷款为主的项目融资安排，包括地方政府融资平台融资。我国《预算法》禁止地方政府发债，因此从时间轴上看，城市政府必须用现有的收入来满足市政投资的需要，仅凭土地出让收入等仍有不足。在相关举债法律限制和现实建设资金需求的夹缝中间，地方融资平台出现并且快速发展，地方政府大量通过融资平台向银行贷款。这其中，有些融资平台在未来拥有针对特定项目的收费权和现金流，或者具有对相关公共服务的价格管理权，如确定将来市政供水价格、收费公路定价等，实质上就是凭借未来的收入在当前融资并用于市政建设。三是其他收入。地方政府

在财政压力之下为增加收入，还使用各种收费、预算外收入等，致使不少财政收支活动处在灰色地带。

地方政府选择通过上述三条渠道筹集资金投入城镇化建设，虽然往往是不得已而为之，客观上也发挥了一定作用，但从现实情况看，这三条渠道在规范性、稳定性和可持续性等方面都存在问题，潜藏财政金融风险。一是规范性和透明度不足。现在很多地方融资平台透明度低，在资金流向、内部管理等方面都不清晰，难以形成对地方政府融资行为的有效约束和监督。现在还有不少地方政府设立了名目繁多的收费项目，征收依据不明，征收标准不一，且大量游离于财政预算之外，规范性较差。二是不稳定、不可持续。现有制度并未规定土地转让收入必须用于城镇化建设，现实中它也往往被归入财政“大账”统筹使用，同时收入规模也往往受到土地供求状况、宏观调控政策的较大影响，这都使它难以成为城镇化建设资金的稳定来源。此外，土地转让收入一般是收取40 ~ 70年的土地租金，新《物权法》规定土地使用权到期后自动续期，却并未明确是否允许地方政府届时继续收取土地使用费。这意味着土地出让金可能是一次性的，不可持续。三是存在财政金融风险隐患。如大家比较关注的地方融资平台存在财政隐性担保，但又未被纳入地方政府债务与财政预算的统一管理，容易诱发道德风险，导致过度举债，并潜藏地方政府负债底数不清、偿债能力不确定等风险。同时由于平台负债多集中于银行业，一旦违约，财政风险就会向金融风险扩散。鉴于此，国务院及时部署财政部牵头，对地方政府债务加强分类管理和规范。可预见的是，地方政府平台贷款的融资力度会比过去降低很多。此外，灰色收入引发的“费挤税”、“重费轻税”等也会严重侵蚀税基，破坏正常的市场经济环境。

综合上述实际情况，可以对以下两个问题做出较为明确的回答。

第一，采用现收现付模式，不用未来的钱支撑我国城镇化建设行不行？换句话说，地方政府不举债行不行？从必要性来看，我国正处

于快速城镇化阶段，这一国情决定了当前存在大规模、集中的建设资金需求，而目前地方政府的财政积累和当期财政收入都很有限，现收现付的方式不足以支撑当前的城镇化建设。从合理性来看，城市基础设施和公共设施的改善、公共服务能力的增强都会带来城市未来价值的提升，也即当期的城镇化建设投资的效益体现在未来。这样看来，城市政府通过举债借用未来的资金支持当期的城镇化建设，也就是在时间轴上把城镇化建设的未来收益平移到当前来使用，具有合理性。从可行性来看，政府债务终究要靠未来税收收入来偿还，因此从长远看政府举债与税收是等价的，在当期税收不足时，政府用举债来解决“时间差”问题是能站住脚的。在目前外需不足的情况下，我国的储蓄率较高，较长时间内都保持在50%左右，为地方政府举债提供了有利条件。同时融资平台问题也表明，举债时应建立规范透明的约束机制，否则就会潜藏过度举债等风险。

第二，只采用单一收益，不采用税收等综合收益来偿还地方政府城镇化建设负债行不行？由于目前缺乏与城镇化建设相配套的财税制度安排，在巨大的资金压力下，地方政府只好依赖“土地财政”，形成了以土地出让收入作为城镇化建设的主要甚至是单一收益来源的局面。部分地方政府过度依赖“土地财政”，“挤牙膏”式供地，导致土地价格过高，并进而逐步传导到城市建设与社会发展各个环节，造成若干不利影响。一是影响城镇化与服务业的协调发展。土地价格高企，会导致公共设施投入成本过高、房价过高、城市服务业创业成本过高。比如下岗职工想沿街开商铺做小买卖，如果房屋租售价格过高的话，就很难通过这种方式创业或再就业，影响服务业发展和就业率提高。二是影响房地产市场的健康发展。在存在土地财政依赖的情况下，地方政府为增加收入，有推高地价的动力，会进一步强化房地产价格上涨的预期，会增大房地产市场调控的难度，不利于房地产市场健康发展。三是影响农民真正融入城镇，进而影响城镇化进程。城镇化的过程不仅仅是城镇土地面积扩大的过程，更是农民转为市民的过程。目前我国的城镇化更多的是土地的城镇化，而不是人口的城镇

化，有2.4亿农民尚未真正融入城市。除了户籍制度的限制，过高的房价也抬高了农民在城镇稳定居住就业的门槛，难以实现安居乐业。一些拉美和东南亚国家正是由于未处理好城镇化过程中的产业和就业问题，导致出现城市“贫民窟”等社会问题。由此可见，城镇化建设只依靠土地出让收入这一单一收益，不仅会影响资金来源的规范性、稳定性与可持续性，更会对相关产业和就业的发展，城市内部、城乡之间的协调发展，乃至整个城镇化进程产生不利影响。只有完善相关财税制度安排，赋予地方政府与城镇化建设事权相对应的征税权（主要是财产税），通过财产税收入、使用者付费（如高速公路、自来水项目等收费）等综合收益来支持进一步的城镇化建设，才是可持续的治本之策。在短期内，必须依靠土地收入、收费和其他财政收入等综合收益，未来则依靠以财产税为主的综合收益。

三、国际上已有城镇化建设融资机制方面的成熟经验

（一）城市政府财权与事权对等，享有独立的税权与发债权

从国际经验来看，在城镇化建设中，主导城市规划和建设的都是地方政府，特别是城市政府，相应的城市政府在财税立法等方面也具有较强的自主性，能够为城镇化建设提供较为有效的资金支持。例如美国的州、地方两级政府都拥有各自的财政收入与支出范围，特别是其城市政府拥有独立的税权与发债权。税权为城市政府提供了稳定的、可持续的财政收入来源，形成了支持城镇化建设的基本保障；同时城市政府可视情况自主决定是否发行市政债，用于弥补当期税收不足的资金缺口。

（二）城镇化建设资金缺口主要通过市政债融资解决

国际上，城市政府债务融资的主要方式是通过资本市场发行市政债等。市政债起源于19世纪20年代的美国，自20世纪70年代后在美、日、欧等发达国家和地区逐步兴起，目前印度、印尼等发展中国家也开始通过发行市政债为城市建设融资。市政债券大体可分为一般责任

债券和收益债券两类。一般责任债券由城市政府发行，以财产税等税收收入为还款的重要来源。收益债券为特定基础设施建设而发行，其偿债资金来源于这些设施有偿使用带来的收益。

市政债不仅可以通过财政预算平衡和财政收支限制来合理控制地方政府债务水平，还可以通过与信用评级、信息披露、市场化定价、投资者适当性、外部监督等制度安排的配合作用，对举债行为建立正向激励的市场化约束，优势具体体现在三个方面。一是有利于增强城市政府债务状况透明度，规范城市政府融资行为。城市政府统一发行债券，统一使用，统一还款，既可抑制各类不透明、不规范、责权利不清晰和游离于预算监督之外的政府融资行为，又可提供长期稳定可持续的市政建设资金来源。二是有利于增强城市政府负债行为的内外部约束，激励其改善当地金融生态和按期偿付债务。城市政府作为推动城市建设的责任主体，以自身名义发行市政债，在一系列硬指标和市场约束机制的作用下，债务风险可以得到有效的识别和定价，从而从总体上抑制城市政府过度负债，促进改善当地金融生态，并有助于解决“新官不理旧账”等问题。三是有利于分散银行体系风险，维护金融体系稳定。如果城市政府以借贷方式融资，负债往往主要集中在银行，一旦出现违约，就可能使财政风险转嫁到银行。市政债可使更多的非银行金融机构和各类投资者参与投资，加强对城市政府的监督与约束，并可有效降低集中于银行体系的风险。

（三）偿还市政债的重要资金来源为财产税收入

从国际经验来看，市政债的还款来源主要有三个方面：一是使用者付费，二是财产税等专项税收，三是一般财政收入。在实际操作中，如果公共产品更多地偏向于少数人或者特定人使用，就可主要依靠向使用者收费来解决资金来源问题，这主要适用于市政债中的项目收益债，如高速公路收费用于偿还为筹资建设该高速公路所发行的市政债；如果公共产品具有更多的公共性，而且难以实现使用者付费，

就可以更多地依靠财产税和一般财政收入来解决资金来源问题，这对应着市政债中的一般责任债。

财产税用于城镇化建设有其自身优势。税收一般分为目的税和通用税，前者具有明确的针对性，仅可用于某种具体的支出项目；后者包括所得税、增值税等，没有明确的支出项目限制，可用于各种财政支出项目。以财产税收入支持城镇化建设有其内在逻辑的合理性，土地和房地产价值的上升实际上是由于其所处的区位优势发生变化，而这些变化又是由城市政府的公共支出支撑的，因此政府出让土地和征收财产税（主要是房产税）获得的收益理应专款专用，支持城镇化建设。因此，美国、英国、澳大利亚等许多国家都将财产税作为地方政府收入的主体税种和偿还市政债的重要资金来源。国际经验还显示，财产税收入的高低与城市化建设水平的好坏相互关联，彼此间存在正向反馈激励机制。政府通过强化城市建设、改善地方公共环境，可以推动物业的升值，从而创造更加丰盛的财产税税源，甚至成为地方的主要税种，进一步增强地方政府的偿债能力，推动城市建设发展。

总之，国际经验表明，将市政债和财产税相结合，对解决城镇化融资问题是一种合理有效的方式，因此被广泛使用。通过发行市政债，用未来的收入支持现在市政建设的支出，提高城镇化水平。同时，以财产税收入回收市政建设带来的物业升值溢价，作为市政债的重要还款来源，实现财务负担在时间轴上的高效平移。

四、改革体制机制，建立可持续的城镇化融资机制

对比国际经验与我国情况，可以发现我国城镇化建设融资的症结主要集中于两个方面：一是现行财税制度对城镇化建设的配套支持尚不明确，未赋予地方政府设立相应目的税的权力，再加上财力积累有限，导致城市政府没有充足的当期资金来满足市政投资的需要；二是由于《预算法》的限制，地方政府又不能直接举债，将未来收益用于当期市政建设。

解决问题的思路是，通过改革体制机制，采取财产税和市政债相结合的方式，把城镇化建设未来的收益平移到目前来使用，在时间轴上平移分布财务负担，将来再逐步偿还，同时形成市政建设水平提高和财产税收入增加相互促进、良性循环的正向激励机制。具体而言，可从以下四个方面着手，推动建立可持续的城镇化建设融资机制。

第一，修改《预算法》，赋予城市政府发行市政债的权力。我国地方政府层级较多，但直接进行城镇化建设的主要是城市政府，包括省会城市、地级城市和较大的县城政府；相比之下，省级政府在这方面的责任和负担都要轻一些。当前，应以修改《预算法》为契机，在守住风险底线、确保收支总体平衡的前提下，促进地方政府事权与财权相统一，根据实际情况有条件地赋予城市政府发行市政债的权力。从实际情况来看，我国债券市场也具备了引入市政债的条件。债券市场托管总量超过25万亿元，年交易量超过200万亿元，品种类型日益丰富，市场约束机制初步建立，机构投资者风险自负的意识普遍形成。近几年，我国又进行了由财政部代地方政府发债、上海等地方政府自行发债等探索，一些城投债在某种程度上与市政债比较接近。

第二，完善财税体制，设立财产税。当前，我国还没有真正意义上的财产税，此前在上海和重庆试点的是房产税。为了从根本上保证城镇化资金来源稳定、规范、可持续，确保市政债顺利发行，应完善现有的房产税或新设财产税税种，并尽可能在税基、税率、减免政策等方面留有余地，体现灵活性。这会使地方政府的事权与财权匹配更为合理，实现城镇化建设水平、财产税收入与市政债偿债能力间的良性循环，也符合“谁投资、谁收益、谁负责”的原则。

第三，改造城投债，为城镇化建设提供规范的资金来源。在《预算法》尚未修改的情况下，可以市政债中偿债来源明确的项目收益债券为突破口。我国现有相当数量的城投债已具有“准市政债”特征，但缺乏相关制度规范。规范改造城投债，应明确那些以公用事业为募集资金投向、以使用者付费收入为主要还款来源的城投债就是市政债

券中的收益债，并坚持综合考量原则与市场约束原则，将收益债券的管理和偿债安排纳入地方政府债务和财政预算的统一管理。

第四，积极探索以多元化方式筹集资金，支持城镇化建设。“十二五”规划明确提出，放宽市场准入，支持民间资本进入基础产业、基础设施、市政公益事业、社会事业、金融服务等领域。城镇化建设资金需求量大、建设与回收周期长，单靠政府投资压力太大。建议借鉴国际经验，探索多元化方式筹集资金，比如采用PPP模式，让私人部门参与提供公共产品和服务，再如地方融资平台资产证券化等。

五、需要关注的几个问题

（一）财政约束机制有效性及“新官不理旧账”的问题

现行《预算法》不允许地方财政负债融资，这种财政约束机制不符合现实需求且约束能力在递减，已被变相突破，潜藏一定风险。现行《预算法》严格财政纪律的初衷是好的，本次金融危机中暴露出的欧洲主权债务危机和美国“财政悬崖”也表明严格公共财政纪律非常重要。不过确保财政纪律合乎实际，从而能得到严格遵守也很重要。在现实的财政压力下，如果没有合理的融资渠道，即使严格禁止地方政府举债，地方政府也会想办法绕过限制，采取各种方式变相举债融资。而这种变相举债往往更加不透明、不规范，不仅蕴含了风险，也削弱了财政纪律的有效性。过去的县乡财政欠账问题、近期的地方融资平台过度负债问题都反映了这个矛盾。

明确赋予城市政府发行市政债的权力，则可充分发挥市场约束机制作用，再结合监控地方政府债务总水平、评估地方金融生态等手段，既能保证地方政府推进城镇化建设的财力支持，又能形成对地方政府相对有效的财政约束机制。

第一，防范地方政府债务风险，关键在于合理控制地方政府债务总水平。通过从财政收支平衡的源头控制、将地方政府债务与财政收

入挂钩等方式，规定政府债务总规模占资产的比例、负债率或偿债率等指标，可以有效控制政府负债规模，防范过度负债。

第二，引入市政债券后，可以充分利用金融市场的约束机制，强化地方政府债务管理。金融市场的基本功能是风险评估和价格发现。通过金融市场的约束机制，可以使不同城市所发的市政债在市场上呈现不同的价格，体现其不同的评级和信用水平，以及不同的风险和偿还能力。如果相关信息披露和评级显示拟发债政府财务状况太差或负债过高，投资者会提高价格要求、减少投资规模，甚至不购买其所发债券。这样，既有利于帮助投资者判断风险、做出决策，也可以对城市政府的融资行为、资金使用效率产生约束。当然，这样的约束是否有效，很大程度上取决于市场的完善程度，包括评级公司是否独立、评级工作是否透明等。此外，以当地居民为市政债投资主体，也可增强对城市政府负债行为的约束。城市政府的城镇化建设，有利于提高当地居民的基本公共服务质量，因此当地居民有购买市政债予以支持的积极性。并且，当地居民对本地市政债资金的使用是否合理、有效率，偿债能力如何，都更为了解。如果资金使用不合理或举债过度，当地居民就可以直接向地方政府反映，甚至不购买其所发债券，这有利于市政债准确定价，并形成对政府负债的有效制约。

第三，评估地方金融生态也有利于进一步强化对地方政府举债行为的约束，解决“新官不理旧账”的问题。中国人民银行在2003年提出金融生态这一概念后，社科院曾组织对地区金融生态进行独立公正的评价，取得了良好效果。地方金融生态差，会影响当地吸引资金流入。在没有金融生态评估时，地方通过银行贷款，缺乏外部监督与约束，一旦地方政府换届，政府领导换人，银行收回贷款的难度就会大大增加甚至不了了之。如果改成发行市政债，再加上金融生态评估，约束力就会体现出来。市政债一旦发出，不管前任决策对不对，本届政府出于维护自身信用的考虑也会承担还款义务，不敢轻易赖账，否则评级马上就会下调，进而影响当地金融生态的评估。这样，就对地方政府的发债行为形成了较为有效的约束机制。

（二）财产税与市政债的相互配套问题

需要注意的是，通过财产税与市政债相互配套形成“组合拳”，可以实现城市化进程中的财务负担在时间轴上的平移，而且也只有两者搭配起来使用时，才能形成比较有效率的、具有良好约束机制的平移，任何单一工具都难以做到这一点。如果只有财产税而不搞市政债，则当期资金缺口无法弥补。虽然从长远来看，财产税会随着我国城镇化的发展而不断壮大，但是毕竟需要一个逐渐培养的过程，短时间内尚无法大量征税，满足当期市政建设资金需求。如果只有市政债而不搞房产税，投资人会对市政债稳定、可预期的偿债来源产生较大疑问，影响到其投资信心，从而可能会使市政债要么发不出去，要么融资成本很高。

可能会有人担心财产税现在看起来规模比较小，将来能否成长为支持城镇化建设的重要财源。应该看到，在现行的一次性收取土地出让金的制度安排下，政府会面临土地越卖越少所导致的财源枯竭困境。而与土地出让金不同，财产税以房产的市场价值为计税依据来永续征收，不存在断流的危险。并且如前所言，财产税的征收与城镇化建设之间存在正向反馈机制，政府通过加强城市建设，可以推动物业的升值，创造更加丰盛的财产税税源，所获收入又可用于进一步改善地方公共环境。当然有必要对土地出让制度与财产税之间的关系与转化问题进行深入研究，以根本解决地方过度依赖土地财政、影响房地产市场健康发展的问题。

（三）现有地方政府融资平台的风险防范化解问题

如果能尽快建立市政债加财产税这一新的融资机制，不仅有利于为加快推进城镇化发展提供更好的资金支持，而且有利于解决当前的地方政府融资平台风险。首先，可以继续保留那些完全依靠使用者付费的项目，因为这类项目已经设计好了当前投入和未来还本付息的自我循环机制，具有财务上的可持续性。其次，对其他不具备这一特征的项目进行调整设计，使之转变为主要依靠市政债和财产税偿还的组

合工具，同时也接受城市财政的支持，接受金融市场的支持和约束。在这样的组合机制下，投入城镇化建设中的金融资产质量和风险控制将会有更好的保证，对于解决当前地方政府融资平台风险及其出路问题，也会有非常明显的改进。

探索地方财政管理自治制度[注]

近年来，我国地方政府隐性负债迅速增长，规模远远超过显性负债。融资平台、城投债等是地方隐性负债的主要方式，在统计上往往被算作企业部门负债，这不利于准确判断我国各部门的杠杆率风险。出现这些问题，与我国分级政府间财政关系不顺、财政和金融责任边界不清有关。从国际经验来看，大国经济体对地方财政管理都有比较完备的激励约束制度框架，地方政府的自我约束、中央政府（联邦政府）的法律和行政约束以及金融市场的约束能共同发挥作用。对少数地方政府财政管理不善的情形，也有相对合理的风险处置和责任分担机制。对比大国经济体的经验，我国地方财政管理的激励约束机制还很不完善，需要抓紧改进。

一、地方财政管理的激励约束体制框架

（一）地方自治的财政管理体制是基础

无论是联邦制政体，还是单一制政体，大国经济体的分级政府间财政体制一般都实行地方自治。各国普遍建立了财权与事权相匹配的“一级政府、一级财政、一级预算、一级税收、一级举债”的财政管理体系，尽量减少中央政府对地方政府财政管理的干预。

联邦制国家本身是地方政府让渡权力而形成的，地方政府的自主权较大。比如，美国联邦、州、地方三级政府独立地行使各自的财政预算权力，独立编制、审批、执行本级预算，采取自收自支、自求平衡、自行管理、自成一体的体制模式。巴西在1983年修订宪法时增加了联邦政府对地方政府的转移支付，扩大了州级税基，州政府的可支配财政收入份额持续上升。1988年巴西新宪法规定，州政府和市政府享有自治权，在财政收入和支出方面享有较大的自主性。德国实行联

邦、州、地方分级管理的财政体制，各级政府均有独立预算，分别对本级议会负责。

单一制国家通过中央政府授权，赋予地方财政自主权。比如，法国在1982年通过“地方分权”立法，赋予地方民选官员更大的行政和财政权力。2003年3月，宪法修正案进一步充实了地方自治权，承认领土单位的条例制定权、财政自治权，提高了地方财政的独立性。日本自1949年以来，先后出台了很多有关推动地方分权改革的方案，如《地方分权推进法》（1995）、《地方分权一览法》（1999）、《地方分权改革推进法》（2006）等，以法律形式推进分权改革，增强了地方财力和财政自主性。

（二）利益相关者密切关注地方财政健康状况

地方政府有效健康运营经济和财政，受益主体包括当地居民、地方政府雇员和民选官员。居民的收益有三项：一是更多的就业机会；二是优良的教育、卫生、治安等地方公共服务；三是财政支出效率高，降低养老、医疗等公共服务的成本，减少税收负担，也可避免将当期的债务负担转嫁为后代的偿债压力。政府雇员的收益与财政状况息息相关。在充裕的地方财力保障下，公职人员也有三项收益：一是工作岗位比较稳定，不会因为政府缩减开支面临裁员风险；二是薪水随着经济发展合理上涨；三是养老金、医疗保险等各项福利待遇得到保障。此外，民选官员面临选举制度的政治约束，必须“对下负责”。财政和经济能否健康运行，最终都会反映到选票上，直接关系到民选官员能否获取政府职位。

反过来，州和地方政府的财政运转得不好，居民、普通公职人员都会受损。居民部门的损失主要体现在两方面。一是地方公共服务的数量和品质都会受到影响。比如底特律市财政破产后，市政建设萎缩，公共服务捉襟见肘。警员裁减掉40%，沦落为美国最不安全的城市。二是税负加重。底特律市财政破产时，领退休金和保健福利的人数超过了20万，有40%的政府收入必须用来支付退保福利或偿付债息，

仅公务人员的退休金一项就用掉了全部的房产税收入。底特律市政府不得不通过提高税率和新设税目增加收入，结果使底特律市成为密歇根州税负最高的城市，加速了中产阶级的迁出，财政收入状况进一步恶化。由于公共服务的成本上升、品质下降，底特律市的居民不得不向其他地区迁移，原本170万居民仅剩下70万。政府雇员的损失包括限薪、解雇、养老金无法保障。底特律市政府财政破产前，底特律市政府的雇员达到25年的工龄之后退休，每年可获得3万美元的养老金和医疗保险。财政破产使退休福利大幅缩水，也不再有医疗保险。2009年希腊爆发主权债务危机后，希腊政府宣布削减政府开支并缩减公务人员规模，实施了冻结公共部门员工的招收、降低公务员薪酬等一系列财政紧缩措施。由于地方居民、政府雇员和民选官员的利益得失均与地方财政管理的好坏息息相关，因此，对财政运行和重大项目的预算审议十分严格，预算审议的重要性和严肃性凸显。

（三）中央救助通常以牺牲地方自治权利为条件

针对地方财政管理不善的情形，许多国家建立了地方政府破产机制。政府破产指的是政府的财政破产，并不等于政府职能破产，我们不允许出现无政府状态。破产政府负担着维持城市居民日常生活最低限度的公共服务义务，同时，通过各种控制支出、增加收入的方法，改善赤字和债务恶化的状况，恢复财政收支平衡。为了防范道德风险，地方政府破产后，中央政府不会无条件救助，如果地方政府希望上级政府施以援手，必须牺牲自治权。比如，美国底特律市财政破产时，密歇根州政府指派的底特律市紧急事务主管凯文·厄尔取代民选市长，临时剥夺底特律市的地方自治权。法国地方政府财政运转不灵、债务违约时，由总统的代表，即各省省长直接执政，原有的地方政府及地方议会就此解散，所欠债务由中央政府先行代偿，待选举产生新的地方政府和议会之后，再制订新的财政计划（增税、削减开支），逐步偿还原有债务和中央政府垫付的偿债资金。日本地方政府一旦根据《地方财政再建促进特别措置法》寻求财政重建，就意味着

地方政府破产。地方政府将被剥夺地方自治权，编制预算必须由中央政府批准，基本丧失了政策自主性。

二、中央政府对地方政府财政管理的约束措施

在地方自治原则下，中央政府（联邦政府）通常并不干预地方政府日常的财政管理决策，原则上也不承担救助地方政府的责任。但是，各国实践表明，中央政府并不能完全对地方财政危机置身事外，因而会不同程度地关注地方财政状况，监管地方债务。

（一）中央政府对地方财政危机的救助责任大小决定了其对地方债务的监管程度

德国法律没有明文规定联邦政府对地方政府债务的担保义务，但是德国宪法法院曾裁定，各州应遵守“忠诚性原则”，即如果某州确实无法偿付债务，联邦政府及其他各州可施以援手。因此，在某种程度上，德国地方政府债券有国家的隐性担保。2009年以前，财政部对地方政府发行债券只进行“窗口指导”，约束力较弱。2009年6月以后，德国实施“债务刹车法”，正式限定地方政府债券发行规模，发行条件日益收紧。

巴西在地方财政危机发生之前，联邦政府对地方财政管理的约束力相对较弱，对地方政府的财政行为并未施加有效的控制，地方政府从国际市场获取信贷的行为未受到联邦政府的监管。1979年第二次石油危机之后，各州市不顾支付能力大小，纷纷鼓励公有企业从国外市场借款。在1989年、1993年和1996年，巴西先后爆发三次地方政府债务危机，联邦政府都予以援助。在援助地方政府的过程中，巴西联邦政府开始对地方政府施加一系列财政约束。在第二次危机援助中，联邦政府规定，不允许债务违约的州举借新债；修订宪法，允许联邦政府从中央对地方的转移支付资金中扣除地方应偿债务的资金。在第三次危机援助中，联邦政府与各州政府共同制定《促进州级政府重组和

财政调整的激励计划》，对财政重组不力的州，联邦政府将停止提供转移支付，甚至没收它们的本级税收收入，用于偿还债务。

（二）地方债券的投资者结构会影响中央政府对地方债务管理的干预程度

美国的市政债券中，大约有四成由个人投资者持有，是债券市场中唯一一类主要由个人投资者持有的债券品种。原因是个人所得税在美国税收收入中的占比很高，而个人投资市政债券的收益通常是免税的。以个人为主的投资者结构，决定了市政债券能否顺利发行取决于市场接受程度，联邦政府无须过多干预。日本地方政府债券最初大部分是由中央政府掌控的国有金融机构承接购买，金融资源配置类似于财政转移支付，因此中央政府对地方政府的债务管理比较严格。2005年以前，日本的地方政府发债，必须经过自治大臣（现总务大臣）的审批，防止地方政府债务膨胀，确保地方财政健康运行；防止资金向富裕地域过分倾斜，确保资金合理分配；协调金融资源在中央政府、地方政府及民间的配置关系等。随着日本地方债的融资资金从以政府资金为主转向以民间资金为主，中央政府的管理也在逐渐减少。从2006年开始，日本政府已经停止使用这种审批制，取而代之的是突出地方政府在发债方面的自主性，并加强了地方议会的约束作用。

（三）中央政府层面制定约束地方财政运行的法律法规

巴西《财政责任法》及其配套法案建立了三级政府在财政及债务预算、执行和报告制度上的一般框架，制定了操作性极强的规范地方政府债务的量化指标。比如巴西地方政府每年须向联邦政府汇报财政收支情况，必须每四个月发布一次政府债务报告。地方政府的借款额不得超过资本性预算的规模，州政府债务率要小于200%，市政府债务率要小于120%。如果地方政府不履行《财政责任法》规定的义务，对责任人将给予革职、禁止在公共部门工作、罚金甚至判刑等处罚。同时，巴西中央银行对各商业银行向公共部门提供贷款做出一些限制，地方政府债务余额与银行净资产的比重不得超过45%，对于违规举债、

突破赤字上限或者无法偿还联邦政府或任何其他银行借款的州，禁止各银行向其发放贷款。另外，巴西还实行强制性信息披露，地方政府的所有借贷交易都必须在国家信息系统中登记，否则视为非法交易。信息系统公开透明，与所有银行联网，任何银行都能查看相关信息。系统自动运行，不能进行人为调整。

（四）中央政府层面设立监控地方财政运行的相关机构

法国在1982年通过“地方分权”立法之前，地方政府发行市政债券需要经过中央政府特别许可。1982年之后，地方政府可自主决定发行市政债券，不再需要中央政府审批管理。同时，中央政府通过行政和司法两个体系严密监控地方政府的财政运行和负债情况。一是财政部及其派驻机构的行政监管。2001年8月，法国成立财政部“债务管理中心”，对各级政府的资产负债情况进行日常监管，确保各级政府能够及时偿还债务。财政部在各省、市镇派驻监督机构，对各级地方政府的财政运行状况和负债情况进行适时监督和检查。派驻机构一旦发现问题，会及时向地方政府提出意见并向上级财政部门汇报。这种适时监督，确保了地方政府负债和财政运行状况处于良性状态，大大减少了诸如地方财政破产和资不抵债等情况的发生。二是审计法院的司法监督。审计法院是由国民议会授权的独立国家机构，是检查政府资金使用情况的最高司法机关，不受行政权力干预。审计法院的主要任务是，协助议会和政府监督财政法律法规的执行，检查中央和地方政府各部门以及学校、医院等公用事业机构的会计账目。审计法院设置了预算纪律法庭，专门审理各级国家机关和公用事业机构领导人违反财经纪律的案件。

三、金融市场对地方财政管理的约束效应

（一）金融市场可以提供全过程、全方位约束

无论是联邦制的美国、巴西、德国，还是单一制的法国、日本，这些国家的地方政府都能直接自主发行地方政府债券（市政债券）。

自主发行债券不仅能扩大地方政府融资渠道，增加居民的金融投资渠道，还能通过信用评级、价格波动、抵押变现能力等市场机制，对地方财政管理发挥一定的约束作用。美国市政债券市场规模庞大，是金融市场约束的典范。主要措施：一是信息披露，美国是世界上政府资产负债表编制和披露最完善的国家之一。无论是联邦政府层面还是地方政府层面，都有较为详尽的会计准则予以规范。二是信用评级，地方债承销商要聘请信用评级机构对债券进行评级，并通过债券保险机构或银行的保险操作，对债券进行信用增级。三是债券保险机制，大约一半以上的美国地方债办理了保险，大大提高了债券的安全性，也有利于提高二级市场的交易活跃度，增强债券的抵押变现能力。实践表明，美国的这些措施较好地控制了风险，为发行人获得发展所需资金、投资人获得合理投资回报奠定了基础。

在债券市场中，一旦地方政府留下违约等不良信用记录，则会受到融资成本上升甚至市场禁入的惩罚。希腊作为欧盟成员国和使用欧元的国家，可以视为欧洲的一个地方政府。2009年，全球三大信用评级相继调低希腊主权信用评级。2009年12月7日，标准普尔警告，希腊的主权债务评级将从A-下调一级；8日，惠誉干脆直接宣布下调希腊主权债务等级至BBB+；21日，希腊10年期国债利差拉升到264个基点，希腊债务问题开始演变为债务危机。

（二）债券市场的约束力和风险防范能力比信贷市场更强

相比于银行贷款，债券市场的约束有三大优势。一是债券市场的投资者更为分散，可以降低风险集中度。二是债券市场更透明，风险因素的披露更及时，不会拖延和积累变为“灰犀牛”、“黑天鹅”。三是债券市场参与者对收益率非常敏感，资金价格信号传导更加通畅，当地方政府的财政状况发生变化时，债券价格对风险因素的反应更灵敏，可以较好地限制地方政府的财政管理行为。德国的经验表明，地方政府债务从间接融资向直接融资转变，增强了金融市场对地方政府债务的约束力。1991年以前，德国地方政府主要从银行融资。

德国约有2000家银行，主要是由地方政府出资成立的信用合作机构（约1200家）和储蓄银行（约450家）等地方性银行，因此很难拒绝政府的融资申请。金融市场约束不力，对财政稳健性产生了负面影响，而且财政与银行“捆绑”在一起，还会相互传导风险。1991年以后，德国通过建立地方政府债券市场，形成了政府举债的市场化约束。融资成本的公开化、市场化，促使地方政府巩固财政，限制债务过度增长。

（三）金融市场条件会影响信用评级的约束力

尽管日本地方债的发行历史比较悠久，规模十分庞大，但是在相当长的时间里，日本对地方债的信用评级工作迟迟未能展开，信用评级的缺失使对地方债的市场约束作用无法正常发挥。其主要原因：一是审批制将风险过度集中于中央政府，导致地方债发行主体和投资主体双方均对信用评级缺乏需求；二是过度的转移支付导致各地财政的偿债能力平均化，地区差别过小，致使信用评级机构无法根据地区的相对差异来进行评级；三是日本自20世纪50年代后，很长一段时间内没有发生过地方债偿还违约现象，这更加减小了地方债信用评级的必要性。随着经济的长期停滞，日本各级政府财政状况显著恶化，财政投融资制度和转移支付制度的改革，使各地偿债能力的差异迅速扩大，日本地方债的市场环境因此发生了巨大的变化，对地方债进行信用评级的市场需求迅速上升。为适应这一形势变化，日本著名的信用评级机构——“R&I信用评级机构”于1999年开始尝试对公募发行地方债的28个地方自治体进行信用评级。日本地方债信用评级主要关注：（1）能够影响税收增减的地区经济实力及其走势；（2）发债主体的债务规模与偿债资金之间的平衡；（3）地方政府的财政状况和收支结构（包括转移支付在内）；（4）地方政府的财政运营能力及偿债意愿。

四、我国地方财政激励约束机制与主要大国的差距及改进建议

（一）在财政管理上地方自治的探索空间

从法律上讲，在单一制国家，中央政府对地方政府的债务负有无限责任。为了严肃财经纪律，应当严格分清中央政府与地方政府的财政界限，实行彻底的财政分权。一级政权应当拥有一级事权、一级财权、一级财产权和一级举债权。由于中国没有地方自治，领导干部实际上是由上级任命，既缺乏地方官员“对下负责”的激励机制，使同级人大的预算审议难有实质性约束作用，也很难通过上级政府接管地方自治权的做法来约束地方。如果在财政管理上探索建立地方自治制度，在防范和化解地方债务风险中，就具备了“谁家的孩子谁抱走”的法理基础。

（二）扩大地方政府自主发债的权力

我国金融市场的现状是，以间接融资为主，以国有金融机构为主。在这种情况下，恰如日本曾经经历的，地方政府融资以银行信贷为主，金融市场很难对地方政府产生约束作用，不得不依赖中央政府干预地方财政管理。虽然2015年实施的新《预算法》已经允许地方政府自行发债，但地方债的发行仍面临严格的中央审批制度。一方面，地方发债的权力限制在省级政府，而实际的资金使用主体是城市政府，因此，我国的地方政府债务还不是真正的市政债券；另一方面，相对于庞大的存量地方债务余额和年度融资需求而言，现在每年经过预算批准的地方政府债券额度太小，是卖方市场，投资者缺少选择空间。而且，在市场投资者看来，中央政府的审批权限往往也意味着对地方债务负有连带偿还责任，从而形成对中央救助和“刚性兑付”的迷信，更加难以严肃对待地方债务的风险，也就不能有效发挥市场约束作用。2017年全国金融工作会议指出：“要把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。”在这方面，扩大地方政府发债的自主权是一个突破口。将自主发债的权力下放到直接花钱的市、县级政府，使举债、用钱、偿债主体保持一致。取消中央政府对地方政府发债的规模控制，扩大地方政府债券的发行规模，能否

发得出去、以什么价格发出去，都要接受金融市场的甄别和筛选，不必担心地方政府乱发债。

（三）提高地方政府收入与支出的匹配度

对转移支付的依赖会导致地方政府软预算约束和“中央兜底”预期，日本的经验表明，只有改革转移支付体系，提高地方政府债务风险的可识别程度，金融市场才能对地方政府财政状况给出有效的信用评级。为此，必须提高我国地方政府收入与支出的匹配程度，改革转移支付制度，减少地方政府对中央转移支付的依赖程度，真实反映地方财政收支状况、债务风险等。我国疆土辽阔，各地资源状况和经济社会发展水平差异较大，逐步缩小不同地区之间在工资待遇、养老金、医疗福利等方面的差异，需要较长的时间。当前如果过分强调地区间的均等化，一味让富裕地区支持贫困地区，既不公平也不可持续。事实上，人员自由流动、商品自由流通是发挥市场机制促进基本公共服务均等化最基本的条件，在这些方面，我国与发达国家还有很大差距。因此，关键措施是破除地方保护，维护国内统一市场，并在法律上明确禁止任何有碍统一市场的行为；打破户籍制度限制，促进劳动力在统一市场内自由流动。比如，提高养老金缴费计入个人账户部分的比例，增强养老金账户的可携带性。

（四）探索地方财政破产和追责制度

在没有地方政府破产制度的情况下，风险是无法实现局部隔离的，也就是说，无论支付危机缘何而起，最终的债务人都将是中央政府。对于遭受地方债务压力的我国来说，建立地方政府财政破产机制最大的意义在于明确政府决策责任的分级模式，让责任模式回归到“谁借谁还”的风险承担的范畴之内，倒逼各级政府在举债谋发展时，必须明确“有多大财力，制定多大的发展目标”。这种把发展目标确定在财力允许的范围内的“量体裁衣”，有助于推动城市化的可持续发展。同时，还要完善官员选拔制度，落实对地方官员的终身追责，有效约束地方政府的财政运营。中国的官员通常在不同的地区

间、部门间轮转升迁，要持续接受组织部门、纪检部门的约束。如果按照全国金融工作会议“严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”的要求，在干部考核和选拔任用中加入财政管理绩效的指标，将有效管住地方政府债务。

中国要探索地方政府破产制度，各级政府财政收支出了问题，需要明确责任划分。普通民众不应该承担财政破产的损失，但在一定程度上，会受当地基础设施、公用设施、公共服务因缺钱而带来的福利损失。财政破产不是政府破产，治安、教育、医疗、养老等公共服务事项应予以保障。地方政府内部应当自我承担损失并强化问责。对决策层要终身追责，普通公职人员在工资、养老待遇方面也要承担一定的损失。金融市场在地方政府破产和财务重组的利益分配和责任分担中发挥作用。一是不能盲目相信地方政府的刚性兑付能力，要甄别地方政府的信息透明度，促使地方政府形成竞相推进财政改革的良好氛围，提高整个财政运行管理的透明度。二是有效识别地方政府的融资能力和风险信用等级，对不同地方政府的融资需求要有保有压，实现“防风险”与“稳增长”的平衡。三是投资者要承担地方政府财政破产的损失，切实发挥市场约束作用。自国发〔2014〕43号文件出台以来，尽管中央政府反复强调不救助地方政府债务的原则，但是很难扭转市场预期，因此必须有像底特律市财政破产这样的具体案例，允许地方国有企业和政府破产，投资者才会真正相信中央政府要阻断隐性担保的决心。

---

1. 本文发表于2017年12月25日《第一财经》，原题为“地方财政管理激励约束机制的大国经验对比”。